

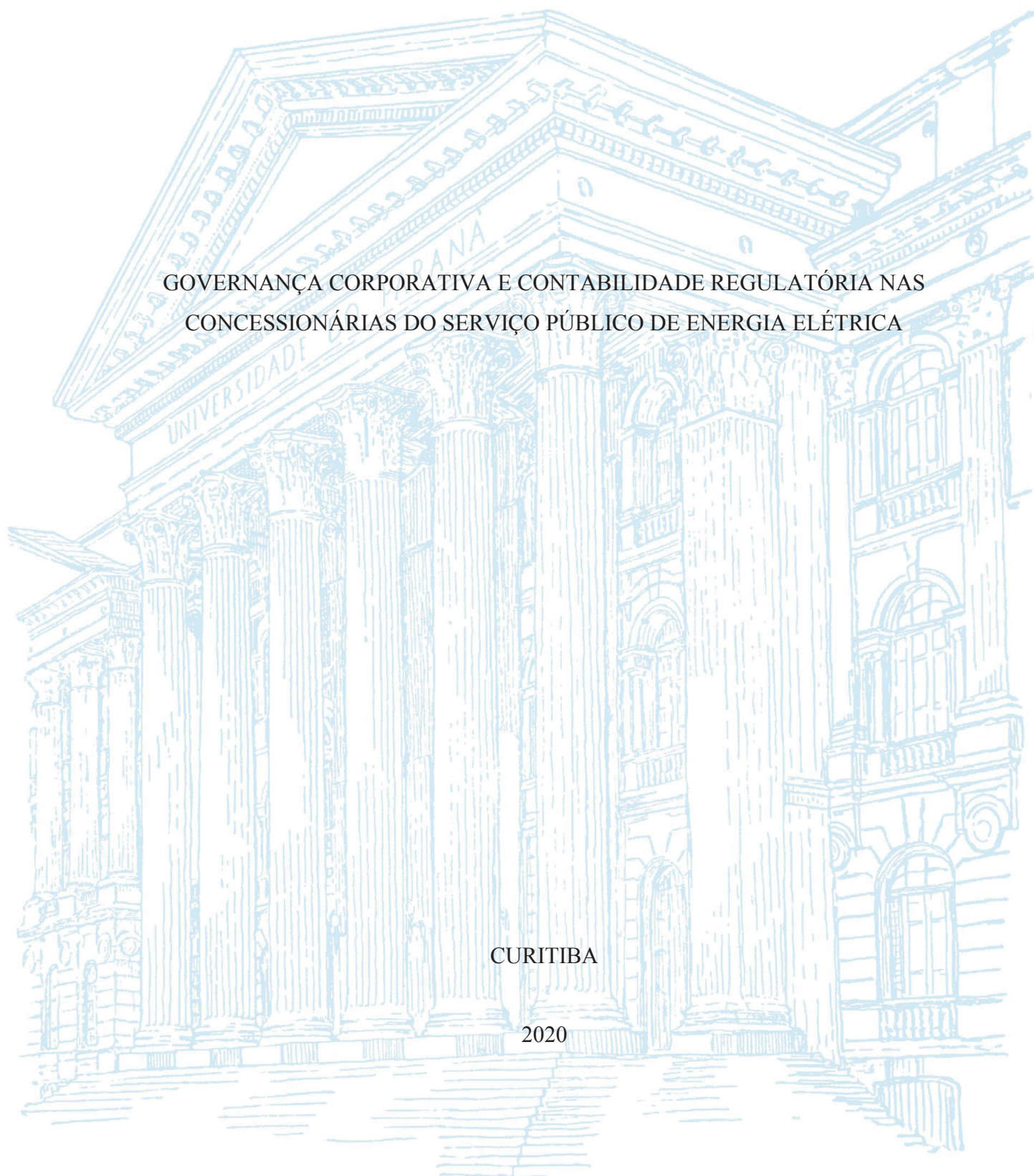
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

LEANDRO GUILLARDUCCI MARTINS FERREIRA

GOVERNANÇA CORPORATIVA E CONTABILIDADE REGULATÓRIA NAS
CONCESSIONÁRIAS DO SERVIÇO PÚBLICO DE ENERGIA ELÉTRICA

CURITIBA

2020



LEANDRO GUILLARDUCCI MARTINS FERREIRA

GOVERNANÇA CORPORATIVA E CONTABILIDADE REGULATÓRIA NAS
CONCESSIONÁRIAS DO SERVIÇO PÚBLICO DE ENERGIA ELÉTRICA

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do Título de Mestre em Contabilidade. Área de Concentração: Contabilidade e Finanças.

Orientador: Prof. Dr. Blênio Cezar Severo Peixe

CURITIBA

2020

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS
APLICADAS – SIBI/UFPR COM DADOS FORNECIDOS PELO(A) AUTOR(A)
Bibliotecário: Eduardo Silveira – CRB 9/1921

Ferreira, Leandro Guillarducci Martins

Governança corporativa e contabilidade regulatória nas
concessionárias do serviço público de energia elétrica / Leandro
Guillarducci Martins Ferreira.- 2020.

81 p.

Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal do Paraná. Programa
de Pós-Graduação em Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais
Aplicadas.

Orientador: Blênio Cezar Severo Peixe.

Defesa: Curitiba, 2020.

1. Governança corporativa. 2. Contabilidade - normas. 3. Energia
elétrica. I. Universidade Federal do Paraná. Setor de Ciências Sociais
Aplicadas. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. II. Peixe,
Blênio Cezar Severo. III. Título.

CDD 658.4

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em CONTABILIDADE da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de **LEANDRO GUILLARDUCCI MARTINS FERREIRA** intitulada: **GOVERNANÇA CORPORATIVA E CONTABILIDADE REGULATÓRIA NAS CONCESSIONÁRIAS DO SERVIÇO PÚBLICO DE ENERGIA ELÉTRICA**, sob orientação do Prof. Dr. BLÊNIO CEZAR SEVERO PEIXE, que após terem inquirido o aluno e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de mestre está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 28 de Agosto de 2020.

Assinatura Eletrônica

28/08/2020 12:21:43.0

BLÊNIO CEZAR SEVERO PEIXE

Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica

28/08/2020 18:57:59.0

LUIZ PANHOCA

Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

28/08/2020 20:52:30.0

ADEMIR CLEMENTE

Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

30/08/2020 11:06:09.0

EGON WALTER WILDAUER

Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha família, minha mãe Soraia, meu pai Edson e meus seis irmãos, César, Ana Carolina, Henrique, Mariana, Laura e Diego, por todo o apoio prestado nesse momento, assim como em todo processo de desenvolvimento que vivi para chegar até aqui. Foi a partir do esforço deles que tive acesso às oportunidades e dedico essa conquista a eles.

À minha noiva Kamila, comigo desde sempre, por toda a cumplicidade, apoio e paciência nos momentos de ausência.

Ao meu professor orientador Prof. Dr. Blênio Severo Peixe, por toda a ajuda, conselhos, tanto na elaboração deste trabalho, como na condução de uma carreira acadêmica. Sem dúvida, uma referência que carregarei por toda a minha vida.

Aos professores do Programa de Pós Graduação em Contabilidade da UFPR, em especial, Prof. Dr. Flaviano Costa, Prof. Dr. Luciano Scherer, Prof. Dr. Rodrigo Soares, Prof.^a Dr^a Mayla Cristina Costa e Prof. Dr. Cláudio Marcelo, dos quais tive a oportunidade de assistir as aulas durante o curso e absorver parte dos seus extensos conhecimentos.

Também, em especial, aos professores, Prof. Dr. Ademir Clemente, Prof. Dr. Luiz Panhoca e Prof. Dr. Egon Walter Wildauer por aceitarem o convite para participação da minha banca, pelas críticas, considerações e reflexões que, com certeza, enriqueceram esse estudo.

Aos meus colegas de PPGCONT por todos os momentos compartilhados, seja durante as aulas, seja nos laboratórios ou RU.

Agradecimento aos servidores da UFPR, Márcio Rogério de Souza, Camila Campos Machnik pela contínua dedicação e ajuda nas questões administrativas.

À minha empresa LMDM Consultoria que possui uma cultura incrível de incentivo à capacitação dos seus profissionais.

RESUMO

O setor de distribuição de energia elétrica é um mercado que apresenta características de Monopólio Natural. Este, pode ser definido como um mercado em que a existência de uma única empresa provê um produto ou serviço a um custo menor do que se existisse mais de uma empresa operando concomitantemente. Para fiscalizar a prestação dos serviços, existem as Agências Reguladoras. A agência reguladora responsável por regular o Setor de Energia Elétrica Brasileiro, é a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL). Um dos mecanismos criados pela ANEEL para mitigar a assimetria de informações com os regulados do setor foi a contabilidade regulatória. Entende-se contabilidade regulatória, como um conjunto de regras e princípios contábeis desenvolvidos para capturar as especificidades de um setor regulado. O objetivo desse trabalho é demonstrar a relação entre a governança corporativa e indicadores econômico-financeiro apurados com base na contabilidade regulatória aplicados nas concessionárias do serviço público de distribuição de energia elétrica. Por meio de pesquisa documental, bibliográfica e quanto aos objetivos descritiva, explicativa e exploratória. Em relação a abordagem do problema de pesquisa trata-se de pesquisa quantitativa. Foi realizada uma análise com árvores de classificação e regressão (*Classification and Regretion Trees – CART*), levando em conta 53 distribuidoras de energia elétrica no Brasil e indicadores de endividamento, eficiência, investimentos, rentabilidade e retorno ao acionista. Os resultados apontaram para a validação da hipótese principal deste estudo, de que há uma relação entre um maior nível de governança em informações regulatórias e indicadores positivos de equilíbrio econômico-financeiro para cinco dos sete indicadores analisados. Também, destaca-se que todo após o processo de criação de mecanismos Governança Corporativa, estes devem ser alvo de atuação fiscalizatória efetiva do Órgão Regulador, resultando assim em transparência na prestação de contas (*accountability*) dos agentes regulados.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Contabilidade Regulatória. Setor Elétrico. Indicadores.

ABSTRACT

The electricity distribution sector is a market that has characteristics of Natural Monopoly. This can be defined as a market in which the existence of a single company provides a product or service at a lower cost than if there were more than one company operating concurrently. Regulatory Agencies exist to inspect the provision of services. The regulatory agency responsible for regulating the Brazilian Electricity Sector is the National Electricity Agency (ANEEL). One of the mechanisms created by ANEEL to mitigate the asymmetry of information with those regulated in the sector was regulatory accounting. Regulatory accounting is understood as a set of accounting rules and principles developed to capture the specifics of a regulated sector. The objective of this work is to demonstrate the relationship between corporate governance and economic and financial indicators calculated based on regulatory accounting applied in the concessionaires of the public electricity distribution service. Through documentary, bibliographic research and descriptive, explanatory and exploratory objectives. Regarding the approach to the research problem, this is quantitative research. An analysis was performed with classification and regression trees (Classification and Regression Trees - CART), taking into account 53 electricity distributors in Brazil and indicators of indebtedness, efficiency, investments, profitability and return to the shareholder. The results pointed to the validation of the main hypothesis of this study, that there is a relationship between a higher level of governance in regulatory information and positive indicators of economic and financial balance for five of the seven indicators analyzed. Also, it is noteworthy that everything after the process of creating Corporate Governance mechanisms, these must be subject to effective inspection by the Regulatory Body, thus resulting in transparency in the accountability of regulated agents.

Keywords: Corporate Governance. Regulatory Accounting. Electrical Sector. Indicators.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Problemas de agência dos gestores e da governança corporativa.....	18
Figura 2 - Linha do tempo das principais transformações ocorridas no Setor Elétrico Brasileiro (SEB).....	28
Figura 3 - Fluxograma das etapas metodológicas realizadas.....	57
Figura 4 - Árvore de classificação e regressão para as variáveis independentes.....	60
Figura 5 - Importância das variáveis independentes número de clientes (NC), mercado (MERC) e receita bruta (RB), derivada da análise CART.....	61
Figura 6 - Árvore de classificação e regressão para a variável independente índice de governança (IndGov) com relação à variável dependente indicador 1.....	62
Figura 7 - Árvore de classificação e regressão para a variável independente índice de governança (IndGov) com relação à variável dependente indicador 2.....	64
Figura 8 - Árvore de classificação e regressão para a variável independente índice de governança (IndGov) com relação à variável dependente indicador 3.....	65
Figura 9 - Árvore de classificação e regressão para a variável independente índice de governança (IndGov) com relação à variável dependente indicador 4.....	66
Figura 10 - Árvore de classificação e regressão para a variável independente índice de governança (IndGov) com relação à variável dependente indicador 5.....	67
Figura 11 - Árvore de classificação e regressão para a variável independente índice de governança (IndGov) com relação à variável dependente indicador 6.....	68
Figura 12 - Árvore de classificação e regressão para a variável independente índice de governança (IndGov) com relação à variável dependente indicador 7.....	69

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Relações entre as partes envolvidas.....	19
Tabela 2 – Empresas listadas no setor de distribuição de energia elétrica.....	57

LISTA DE SIGLAS

AAA	American Accouting Association
ABRADEE	Associação Brasileira de Distribuidores de Energia Elétrica
ANA	Agência Nacional de Águas
ANEEL	Agência Nacional de Energia Elétrica
BACEN	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CADE	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CCEE	Câmara de Comercialização de Energia Elétrica
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CIEFSE	Central de Informações Econômico-Financeiras do Setor Elétrico
CNAEE	Conselho Nacional de Águas e Energia Elétrica
CNPE	Conselho Nacional de Política Energética
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DNAEE	Departamento Nacional de Águas e Energia Elétrica
EBITDA	Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization
EPE	Empresa de Pesquisa Energética
FASB	Financial Accouting Standards Board
IAS	International Accounting Standard
IASB	International Accounting Standards Board
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBRACON	Instituto de Auditores Independentes do Brasil
ICPC	Interpretação do Comitê de Pronunciamentos Técnicos
IFRIC	Internacional Financial Reporting Interpretations Comittee
IFRS	International Financial Reporting Standards
LAJIDA	Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortizações
MCSE	Manual de Contabilidade do Setor Elétrico
MCSPE	Manual de Contabilidade do Serviço Público de Energia Elétrica
MCSPEE	Manual de Contabilidade do Serviço Público de Energia Elétrica
MME	Ministério de Minas e Energia

MME	Ministério de Minas e Energia
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
ONS	Operador Nacional do Sistema Elétrico
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
RFB	Receita Federal do Brasil
RT	Reposicionamento Tarifário
SEB	Setor Elétrico Brasileiro
SEFAZ	Secretaria da Fazenda do Estado
SFAC	Statement of Financial Accounting Concepts
SPE	Sociedades de Propósito Específico
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
VNR	Valor Novo de Reposição

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO E DEFINIÇÃO DA QUESTÃO DE PESQUISA	11
1.2	OBJETIVOS	14
1.2.1	Objetivo Geral	14
1.2.2	Objetivos Específicos	14
1.3	JUSTIFICATIVA	15
1.4	DELIMITAÇÕES DO ESTUDO	16
2	REFERENCIAL TEÓRICO	16
2.1	TEORIA DA AGÊNCIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA	17
2.2	TEORIA ECONÔMICA DA REGULAÇÃO	30
2.3	MERCADOS REGULADOS	32
2.4	SETOR DE DISTRIBUIÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA	34
2.5	CONTABILIDADE NO SETOR ELÉTRICO	35
2.5.1	Diferenças entre a contabilidade do setor elétrico e a societária	37
2.6	MONITORAMENTO ECONÔMICO-FINANCEIRO	51
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	56
4	ANÁLISE E DISCUSSÃO	60
4.1	ENDIVIDAMENTO	62
4.2	EFICIÊNCIA DE PERFORMANCE	63
4.3	EFICIÊNCIA EM CUSTOS E DESPESAS	64
4.4	INVESTIMENTOS	65
4.5	RENTABILIDADE	66
4.6	ATIVOS E PASSIVOS SETORIAIS EM CONSTITUIÇÃO	67
4.7	RETORNO AO AÇIONISTA	69
4.8	ANÁLISE DOS RESULTADOS	70
5	CONCLUSÃO	71
	REFERÊNCIAS	74

1 INTRODUÇÃO

O primeiro capítulo versará sobre questões introdutórias à temática apresentada, como: contextualização, definição do problema e questão de pesquisa, objetivos e justificativa.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E DEFINIÇÃO DA QUESTÃO DE PESQUISA

O setor de distribuição de energia elétrica é um mercado que apresenta características de Monopólio Natural. Segundo Tuma (2005). Monopólio Natural pode ser definido como um mercado em que a existência de uma única empresa provê um produto ou serviço a um custo menor do que se existisse mais de uma empresa operando.

Desta forma, para fiscalizar a prestação dos serviços praticados, existem as Agências Reguladoras. A agência reguladora responsável por regular o Setor de Energia Elétrica Brasileiro, é a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), que se trata de uma autarquia em regime especial vinculada ao Ministério de Minas e Energia, criada por meio da Lei nº 9.427/1996 e do Decreto nº 2.335/1997.

As principais atribuições da ANEEL são (i) regular a geração (produção), transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica, (ii) fiscalizar, diretamente ou mediante convênios com órgãos estaduais, as concessões, as permissões e os serviços de energia elétrica, (iii) implementar as políticas e diretrizes do Governo Federal relativas à exploração da energia elétrica e ao aproveitamento dos potenciais hidráulicos, (iv) estabelecer tarifas, (v) dirimir as divergências, na esfera administrativa, entre os agentes e entre esses agentes e os consumidores, e (vi) promover as atividades de outorgas de concessão, permissão e autorização de empreendimentos e serviços de energia elétrica, por delegação do Governo Federal (ANEEL, 2017).

A convergência às normas internacionais, advinda a partir da Lei 11.638/2007, trouxe uma grande incompatibilidade entre a natureza do negócio das concessionárias do Setor Elétrico e a contabilidade societária em si, trazendo, como consequência, um aumento do risco de assimetria das informações prestadas pelas empresas, em relação às necessidades regulatórias das Agências. Tal ponto foi o ápice para a identificação da necessidade de ferramentas regulatórias específicas de controle para o Setor Elétrico Brasileiro.

Com isso, veio à tona discussões em relação à criação de uma combinação de mecanismos de controle dos problemas de agência, visando mitigar conflitos de interesse entre os atores do setor, alinhando os interesses de todas as partes, implantando ferramentas que

permitam a aplicação das políticas públicas do setor, garantindo a confiabilidade das informações e baseando-se nos conceitos de Governança Corporativa.

Um dos mecanismos criados pela ANEEL para mitigar tal assimetria do setor foi a contabilidade regulatória. Entende-se contabilidade regulatória, como um conjunto de regras e princípios contábeis desenvolvidos para capturar as especificidades de um setor regulado. Assim, pretende-se investigar se há uma relação entre um maior nível de governança em informações regulatórias e uma situação financeira positivo.

O documento instituído para englobar todas essas novas regras e exigências da Contabilidade Regulatória do Setor Elétrico foi o Manual de Contabilidade do Setor Elétrico, também conhecido como MCSE.

Na elaboração do MCSE, foram consideradas as disposições contidas na Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007 e Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009, e também consideradas as disposições e normas, julgadas aplicáveis, emanadas dos seguintes órgãos e entidades: (i) Agência Nacional de Energia Elétrica - ANEEL; (ii) Conselho Federal de Contabilidade - CFC; (iii) Instituto dos Auditores Independentes do Brasil - IBRACON; (iv) Comissão de Valores Mobiliários - CVM; (v) Comitê dos Pronunciamentos Contábeis - CPC; e (vi) Comitê de Normas Internacionais de Contabilidade (*International Accounting Standards Committee - IASC* e *International Accounting Standards Board - IASB*).

Segundo o MCSE (2015), seus principais objetivos são: (a) Padronizar os procedimentos contábeis adotados pelas Outorgadas do serviço público de energia elétrica, permitindo o controle e o acompanhamento das respectivas atividades, objeto da concessão e permissão, pela Agência Nacional de Energia Elétrica - ANEEL; (b) Atender aos preceitos da legislação comercial brasileira, além da legislação específica do Serviço Público de Energia Elétrica e do ordenamento jurídico-societário, bem como a plena observância dos princípios fundamentais de contabilidade, contribuindo para a avaliação do equilíbrio econômico-financeiro da concessão atribuída pela União Federal; (c) Permitir a elaboração das Demonstrações Contábeis regulatórias e correspondentes notas explicativas e das informações complementares que necessitem de divulgação para atendimento de dispositivos da legislação aplicável ao setor de energia elétrica; (d) Permitir a adequada apuração do resultado das atividades de Geração, Transmissão, Distribuição, Administração Central e Atividades não vinculadas à concessão do serviço público de energia elétrica; (e) Contribuir para a otimização da performance socioambiental por meio da explicitação dos gastos oriundos do cumprimento da Política Nacional de Meio Ambiente, necessários à conformidade ambiental e

sustentabilidade das concessões atribuídas pela União Federal; e (f) Contribuir para a avaliação da análise do equilíbrio econômico-financeiro da Outorgada;

Dentre as exigências trazidas pela Contabilidade Regulatória aplicáveis às distribuidoras de energia elétrica, as empresas passaram a elaborar duas demonstrações contábeis oficiais: a societária e a regulatória (Ohara, 2014).

Segundo o IBRACON (NPC 27, Item 7):

As demonstrações contábeis são uma representação monetária estruturada da posição patrimonial e financeira em determinada data e das transações realizadas por uma entidade no período findo nessa data. O objetivo das demonstrações contábeis de uso geral é fornecer informações sobre a posição patrimonial e financeira, o resultado e o fluxo financeiro de uma entidade, que são úteis para uma ampla variedade de usuários na tomada de decisões. As demonstrações contábeis também mostram os resultados do gerenciamento, pela Administração, dos recursos que lhe são confiados [...] (p. 7).

As demonstrações contábeis societárias são elaboradas, atendendo às Leis 11.638/07, 11.941/09 e aos preceitos do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC's), mais especificamente o CPC 26 R1 - Apresentação das Demonstrações Contábeis, que define a base para a apresentação das demonstrações contábeis, para assegurar a comparabilidade tanto com as demonstrações contábeis de períodos anteriores da mesma entidade quanto com as demonstrações contábeis de outras entidades.

Já as demonstrações contábeis regulatórias do Setor Elétrico são elaboradas com base nas determinações contidas no Manual de Contabilidade do Setor Elétrico (MCSE) elaborado e divulgado pela ANEEL, que considera normas e procedimentos julgados adequados para serem utilizados como fundamentos para registro das operações realizadas pelas Outorgadas do serviço público de energia elétrica e a respectiva divulgação do resultado dessas operações, à luz das práticas contábeis adotadas no Brasil, adaptadas para as necessidades e conceitos regulatórios (MCSE, 2015).

De todo modo, a Contabilidade Regulatória é conjunto de regras e princípios específicos para alguns setores, foi criada como uma ferramenta essencial para as agências reguladoras no cumprimento da sua função, visto que a informação contábil gerada por meio dela transparece as características únicas do setor, com o objetivo principal de mitigar a assimetria informacional existente entre o concessionário e o regulador.

O desenvolvimento de regras e princípios específicos faz com que seja necessário a a implantação de mecanismos de controle que são onerosos às empresas. Em outras palavras, Procedimentos de Governança tem um custo de estruturação interno, em que toda nova informação tem um custo marginal para ser gerada. Dessa forma, aprofundar a compreensão

sobre a informação contábil regulatória, pode contribuir com a identificação de análises viáveis a partir desses dados, otimizando a relação de custo e benefício de geração da informação contábil regulatória, que, além de atender a demandas do regulador, passa a ter uma função estratégica no monitoramento do equilíbrio econômico-financeiro das concessionárias de distribuição de energia elétrica, tanto do ponto de vista gerencial quanto em análises de mercado.

Nesse contexto, busca-se resposta para a seguinte questão-problema: **qual a relação entre a governança corporativa e indicadores econômico-financeiros apurados com base na contabilidade regulatória aplicados nas concessionárias do serviço público de distribuição de energia elétrica?**

1.2 OBJETIVOS

Os tópicos a seguir apresentam os objetivos geral e específicos do atual estudo, expondo os principais tópicos que serão aprofundados.

1.2.1 Objetivo Geral

Demonstrar a relação entre a governança corporativa e indicadores econômico-financeiro apurados com base na contabilidade regulatória aplicados nas concessionárias do serviço público de distribuição de energia elétrica.

1.2.2 Objetivos Específicos

Os objetivos específicos visam aprofundar as etapas de operacionalização deste projeto de pesquisa, guiando-se pelos seguintes passos:

- (1) Apresentar os padrões definidos pela contabilidade regulatória aplicada nas concessionárias de distribuição de energia elétrica e seus impactos na análise dos indicadores econômico-financeiro;
- (2) Evidenciar os princípios de governança corporativa aplicados nas concessionárias, identificando o nível de governança das empresas analisadas;
- (3) Calcular os indicadores econômico-financeiros, de modo a apresentar a avaliação da situação financeira das empresas analisadas.

(4) Comparar a relação entre a governança corporativa e a situação econômico-financeira das empresas, considerando a contabilidade regulatória aplicada às concessionárias.

1.3 JUSTIFICATIVA

O setor de energia elétrica é de grande importância para o Brasil, visto que possui um papel fundamental na infraestrutura do país, sendo essencial para o desenvolvimento econômico e bem-estar social (ANEEL, 2017). Além disso, movimenta anualmente um altíssimo volume de capital (ANEEL, 2017). Esse setor recebe investimentos tanto da iniciativa pública quanto da iniciativa privada, por meio de concessões. Todas as empresas atuantes no setor de distribuição de energia elétrica estão sujeitas à regulação da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), que foi instituída com a promulgação da Lei nº 9.427/96.

Por se tratar de um “ambiente” regulado, esse setor traz a oportunidade de desenvolvimento de estudos que relacionam variadas abordagens teóricas, viabilizando a possibilidade de exploração, por exemplo, da Teoria da Agência e da Teoria Econômica da Regulação para a contextualizar as questões a serem analisadas. Esse tipo de abordagem contribui com a evolução teórica e acadêmica de estudos, tendo em vista que envolvem conceitos contábeis e teorias econômico-financeiras ou multidisciplinares.

Além disso, este estudo aborda os mecanismos legais que permeiam o setor, expondo com detalhes as regras, princípios e diretrizes sob as quais as empresas que prestam o serviço de distribuição de energia elétrica estão expostas, bem como os instrumentos legais para concessão de um serviço público e delegação da autoridade reguladora para uma Agência Nacional.

Na prática, verificamos diversos setores, como o setor de saneamento, gás canalizado, por exemplo, que possuem características de monopólio natural, e tem passado por uma curva de amadurecimento regulatório tardia em relação ao setor elétrico, de modo que contribuir nas discussões para o aprimoramento de mecanismos criados para melhoria das práticas regulatórias, que é o caso da contabilidade regulatória, apresenta um resultado real.

Ao explorar a aplicabilidade e utilização da contabilidade regulatória, a qual contribui diretamente para a redução da assimetria de informação que ocorre entre o poder concedente e o concessionário, para fins de análises financeiras, aprofundando-se na evidência das diferenças entre as informações contábeis societárias e regulatória, esse estudo possui potencial de ofertar impactos para a sociedade.

Portanto, as contribuições oriundas do presente projeto visam agregar valor à contabilidade regulatória, por meio de uma abordagem que evidencie a origem e impactos de suas especificidades e diferenças em relação à contabilidade regulatória, demonstrando a sua importância aos *stakeholders*. Importante colocar que setor elétrico brasileiro é complexo, abrangente e passa por constantes mudanças, tornando clara as diversas oportunidades de pesquisas e estudos acadêmicos.

Por fim, a realização deste trabalho une uma atuação profissional com os objetivos acadêmicos, contribuindo para a disseminação do conhecimento em relação à contabilidade regulatória, trazendo aos profissionais de instituições financeiras, investidores, acadêmicos, servidores de agências reguladoras de diversos setores, aspectos técnicos relevantes que devem ser considerados durante um trabalho de análise e tomadas de decisão baseadas nas demonstrações contábeis das concessionárias de distribuição de energia.

1.4 DELIMITAÇÕES DO ESTUDO

O estudo limitou-se a analisar as informações do ano de 2018 de 53 concessionárias de distribuição de energia elétrica no Brasil, tendo em vista que são alvo de um monitoramento periódico por parte do regulador da sua situação econômico-financeira e do cumprimento das suas obrigações regulatórias de prestação de contas.

Nesse contexto, os indicadores econômico-financeiros calculados e analisados foram definidos de maneira a manter o alinhamento com os conceitos de monitoramento propostos e realizados periodicamente pela Agência Reguladora.

Em relação aos conceitos de governança, o presente estudo não avalia questões de riscos relacionados a possíveis inconsistências dos dados contábeis regulatórios publicados, levando em consideração que o Manual de Contabilidade do Setor Elétrico determina que essas informações são alvo de auditoria, prestada por empresa independente registrada na Comissão de Valores Mobiliários.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo é apresentado o referencial teórico do presente estudo, visando aprofundar conceitos chave para a problemática colocada.

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA

A teoria da agência evidencia a relação de agência, entendida como um contrato pelo qual o "principal" delega a execução de certa missão a um "agente". O desafio básico consiste em fazer com que o agente persiga os objetivos do principal. Trata-se de um desafio, porque a teoria da agência parte da premissa de que o agente, por ser um indivíduo racional, buscará maximizar sua utilidade não necessariamente de acordo com os interesses do principal (Oliveira & Fontes Filho, 2006).

O vínculo entre a propriedade e o controle da organização pode caracterizar um problema no qual o gestor, aquele que detém o controle, poderia aproveitar-se de seu poder em benefício próprio, não pondo à frente a organização e o interesse dos possuidores da propriedade.

Nessa circunstância, na qual o gestor (agente) atua potencializando seu benefício e não potencializando o benefício do proprietário (principal), levando, desse modo, a empresa a incidir em gastos através de incentivo, monitoramento (por parte do principal) e “concessões de garantias contratuais” (por parte do agente) foi conceituada por Jensen e Meckling (1976) como custos de agência, que originam justamente do conflito entre agentes.

Levando em conta que os indivíduos, pela própria natureza humana, tendem a superestimar o seu bem-estar e conforto particular, em certas ocasiões isto pode provocar decisões que vão em desacordo as melhores opções para potencialização do lucro da organização. Ainda temos casos em que certas decisões podem ser tomadas para supervalorizar o benefício individual do próprio executivo na empresa, prejudicando os interesses dos acionistas. Configura-se assim um problema de “governo” ou designado “problema de agência”.

Visto que a origem do problema de *agency* está no afastamento da propriedade e controle, a teoria do agente-principal descreve como acontecem os problemas de desequilíbrio de interesses nas organizações provenientes deste afastamento. O relacionamento entre o principal e o agente pode ser classificado como “um contrato no qual uma ou mais pessoas (o principal) empregam outra pessoa (o agente) para desempenhar alguma tarefa a seu favor, envolvendo delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente” (Jensen & Meckling, 1976, p. 338). A Figura 1 sintetiza o problema de agência dos gestores e a governança corporativa:

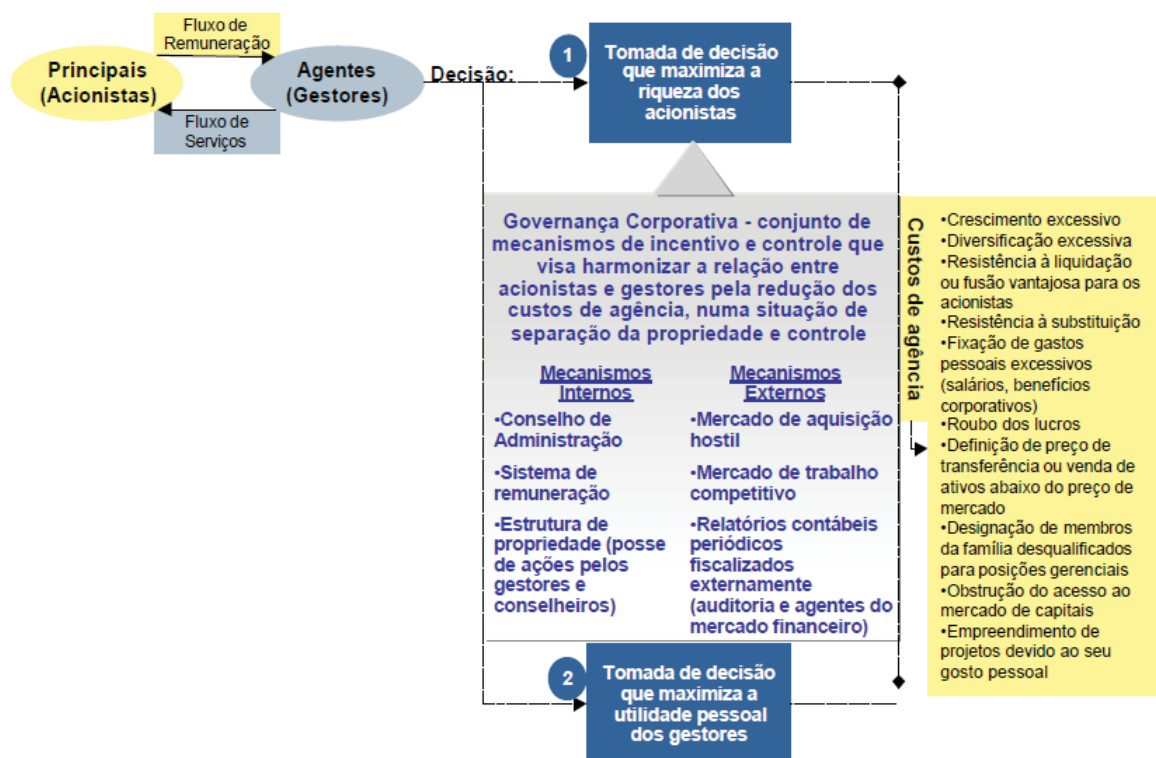


Figura 1. Problema de agência dos gestores e a governança corporativa.

Fonte: Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Interpretando a Figura 1, verifica-se que os agentes são contratados pelos principais em compensação de um salário como contrapartida por prestação de serviços que, em regra, deveriam cumprir sempre com decisões do tipo 1, isto é, decisões com finalidade de potencializar o capital dos acionistas. Todavia, nem sempre as decisões são estabelecidas pelos executivos com este propósito, configurando as decisões do tipo 2.

Nesse sentido, embora contratado para resguardar os interesses do principal, o agente nem sempre se comporta na proteção das preferências do seu contratante. Para atenuar estes riscos, os acionistas incidem em custos extras para equiparar os interesses dos executivos aos seus, os designados “custos de agência”.

Estratégias de gestão corporativa são estipuladas e empregadas pelos proprietários para monitorar e/ou reduzir os problemas de conflito de interesses. Técnicas eficientes de governança, como, a remuneração justa de executivos e uma estratégia precisa para tomada de decisões, asseguram que os interesses de todas as partes implicadas sejam respeitados, do mesmo modo que ampliam as probabilidades da organização produzir lucro acima da média do mercado em que opera. Em síntese, os custos de agência são originários de medidas tomadas pelos acionistas para supervisionar a atividade dos administradores.

O conflito de agência, segundo Andrade e Rossetti (2014), é considerado como um dos problemas principais que dificilmente pode-se prevenir na área dos negócios. Isto acontece por dois fatores essenciais: não há contrato perfeito e não há agente ideal.

A teoria da Agência surgiu dos estudos de Alchian e Demsetz (1972) e Jensen e Meckling (1976), que apontam a empresa como um vínculo de contratos entre aspectos particulares de produção. Nesta teoria, os contratos tratam do vínculo entre principal e agente, em que determinados poderes de decisão são concedidos ao agente quando da prestação de serviços ao principal. Levando em conta que as partes procuram a potencialização de seu bem-estar particular, na hipótese do agente não atuar no interesse do principal, esse se cerca de garantias para prevenir desvantagem aos seus interesses.

A abordagem teórica mais importante para os relacionamentos e conflitos de agência que resultam da separação entre propriedade e controle, consiste na teoria da agência. Estes conflitos podem abranger muitos atores diferentes relacionados à empresa e seus respectivos interesses, segundo demonstrado no Tabela 1.

Tabela 1

Relações entre as partes envolvidas

Ator 1	Ator 2	Expectativas do ator 1 em relação às ações do ator 2
Acionistas	Administradores	Maximização de sua riqueza
Debenturistas	Administradores	Assegurar seus retornos.
Credores	Administradores	Cumprimento de contratos de empréstimo.
Clientes	Administradores	Entrega de produtos de valor agregado que atendam às suas preferências (qualidade, tempo, serviço e preço).
Governo	Administradores	Cumprimento das obrigações fiscais, de emprego e de segurança social da empresa.
Comunidade	Administradores	Defesa dos interesses da comunidade, cultura, valores e meio ambiente.
Administradores	Funcionários	Trabalhe da melhor maneira possível, para atender às expectativas da gerência.
Administradores	Fornecedores	Fornecimento de necessidades de material, no momento necessário e nas quantidades solicitadas.
Principal (acionistas minoritários)	Principal (acionistas majoritários)	Garantir seus interesses para não expropriação de suas riquezas.

Nota. Fonte: Adaptado de Jensen & Meckling, 1976; La Porta, Lopez-De-Silanes & Shleifer, 1999; Young, Peng, Ahlstrom, Bruton & Jiang, 2008.

A variedade de interesses e anseios dos diferentes atores, bem como a dificuldade de apontar se as diferentes partes se procedem devidamente e a probabilidade de terem ações

diferentes quanto ao risco, são fatores que colaboram para a complexidade do equilíbrio de interesses em relação para a organização Eisenhardt (1989).

A relação de agência é, de acordo com Jensen e Meckling (1976, p. 5), “[...] um contrato no qual uma ou mais pessoas – o principal – engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente”. Acrescentam que tanto o principal quanto o agente tenderão a exercer na potencialização de sua utilidade, desse modo não será em todas as circunstâncias que o agente operará segundo o interesse do principal.

Como visto, essa Teoria descreve situações em que alguém (principal), por falta de recursos, decide delegar a realização de alguma tarefa a outrem (agente), na hipótese de que este possa cumpri-la adequadamente (isto é, de acordo com as preferências do principal). Evidente que, setores de infraestrutura intensivos em capital, como o Setor Elétrico, exigem que o responsável pelo seu desenvolvimento (principal) tome ações delegatórias para capturar interessados em contribuir, investir e operacionalizar as atividades do setor.

Naturalmente, mecanismos delegatórios também comportam o risco de que os agentes não atuem conforme as preferências dos principais, gerando os chamados problemas de agência, que podem ser exacerbados em duas circunstâncias principais: assimetria informacional (quando os principais não conhecem exatamente as competências ou preferências dos agentes) e ação escondida (quando os principais não podem observar completamente a ação de seus agentes). Enquanto a primeira circunstância pode dar azo a problemas de seleção adversa (*adverse selection*), a segunda costuma dar ensejo ao risco moral (*moral hazard*). A seleção adversa ocorre quando os principais sistematicamente escolhem agentes inadequados, que não possuam as habilidades necessárias para o exercício de suas funções ou não possuam preferências compatíveis com aquelas nutridas pelos principais. Já o risco moral diz respeito aos incentivos e oportunidades que podem levar os agentes a adotar condutas que contrariem os interesses de seus principais (Oliveira & Fontes Filho, 2006). A fim de mitigar tais problemas de agência, faz-se necessário complementar a relação de agência com mecanismos de controle adequados (Carson & Prado, 2016).

Os conflitos entre o principal e o agente podem ser atenuados através de dois tipos de práticas realizadas pelo primeiro e uma pelo segundo. Relativo ao primeiro, constata-se que as duas práticas são dispendiosas a ele e podem ser realizadas isoladamente ou conjuntamente, a saber: a) definir incentivos para que o agente trabalhe em benefício do principal e/ou; b) a supervisão das atividades do agente. Um tipo de ação que pode ser realizada pelo agente é a

concessão de garantias contratuais. Todavia, mesmo com essas condutas de estímulo e supervisão ainda poderão ocorrer conflitos entre as decisões tomadas pelo agente e aquelas que potencializam a satisfação do principal, classificadas como perda residual (Jensen & Meckling, 1976).

No entanto, Fama e Jensen (1983) afirmam que não é concebível que processem supervisão e promoção de incentivos sem que se incida em custos. Na visão de Eisenhardt (1989), a teoria da agência acarretou dois subsídios específicos para a concepção organizacional: a primeiro é o tratamento da informação. Sendo, a informação tratada como *commodity* dentro da teoria da agência, tendo um custo e podendo ser adquirida. As empresas devem apostar nos sistemas de informação para monitorar o oportunismo dos agentes. A segunda está relacionada aos riscos implicados com o futuro da empresa. O futuro, controlado somente em parte pelos componentes da empresa, pode abranger fatura, fracasso ou resultados intermediários.

Assim, um mercado com características de Monopólio Natural, tem a necessidade eminente de acompanhamento e fiscalização direta e periódica. Para cumprir esse papel, de maneira independente, existem as Agências Reguladoras, no caso do Setor de Energia Elétrica, a ANEEL.

Os mecanismos de controle mais usuais podem ser *ex ante*, e.g.: desenho contratual e processos de sondagem e seleção, ou *ex post*, e.g. monitoramento e emissão de relatórios; mecanismos de freios e contrapesos (Oliveira & Fontes Filho, 2006; Strom, 2000).

O desenho contratual geralmente busca aproximar principais e agentes por meio da partilha ou compatibilidade de interesses (por exemplo, um contrato em que o agente aufera um percentual dos ganhos apurados pelo principal). Processos de sondagem e seleção, por seu turno, intencionam separar os bons dos maus agentes. Já o monitoramento e a emissão de relatórios são estratégias empregadas para levar o agente a compartilhar informações que o principal não conseguiria obter de outro modo. Os mecanismos de freios e contrapesos, por fim, são aqueles que submetem as decisões dos agentes ao poder de veto concedido a outros agentes ou a uma terceira parte (Strom, 2000).

Vale ressaltar que o problema do Agente Principal é mais frequente em economias desenvolvidas. Em contrapartida, nas economias em desenvolvimento é habitual os desentendimentos entre grupos de principais diferentes, isto é, entre controladores e acionistas minoritários, por causa da concentração de propriedade da empresa e à falta de técnicas satisfatórias de governança externa (Young et al., 2008).

Continuamente a Teoria da Agência vem sendo revisada, sendo que as principais questões estão associadas com: a concepção de que, em certas ocasiões, pode ser o proprietário que beneficia-se da empresa e prejudica os interesses em futuro distante, ao passo que os agentes valem-se do acesso à informação para propiciar rendimentos para a organização e para os acionistas (Miller & Sardais, 2011).

Especificamente, a história da indústria de energia elétrica brasileira, que é a indústria em foco neste estudo, viu oscilações dramáticas entre propriedade estatal e privada, a partir de sua origem na década de 1880 até 2010, de um monopólio privado em suas primeiras décadas a um modelo estatal das décadas de 1960 a 1980, anterior ao emprego de um modelo heterogêneo na década de 1990. Várias organizações do setor estão nessa esfera pública/privada desde o começo da década presente.

Deve-se notar que, mesmo com o processo de diminuição da atuação do Estado e a inserção do modelo heterogêneo, ainda há sinais nítidos de que a ingerência do Estado nessas organizações está em elevação, independentemente de o Estado atuar como regulador ou como um agente direto ou acionista indireto (Lazzarini, 2010). Na bibliografia, a teoria das agências indica que a propriedade estatal gera uma série de irregularidades provocadas pela tendência do Estado em impor às organizações a eleger políticos para cargos superiores ou a desenvolver projetos fundamentados em princípios políticos, ao invés de conquistar rendimentos e competência (Shleifer & Vishny, 1997; Cuervo-Cazurra & Villalonga, 2000).

A mediação na administração da organização por políticos no conselho, escolhidos para cumprir princípios políticos e não a suas competências de administrar, pode ser desfavorável ao desempenho da companhia (Fan, Wong & Zhang, 2007). Exemplificando, pode haver elevação dos custos salariais, elevação da quantidade de servidores, ampliação do investimento para condizer com os ciclos eleitorais e a contabilidade pode ser adulterada, levando à condenação pelos efeitos dos negócios (Shleifer & Vishny, 1997; Gul, 2006; Bertrand, 2007).

Tais atributos, associados a empresas mal desenvolvidas e a falta de técnicas corretas de governança, deixam os investidores suscetíveis. Esse cenário prejudica a projeção confiável do retorno do investimento e intensifica as divergências entre acionistas controladores e minoritários (Khanna & Papelu, 1997; Dharwadkar, George & Brandes, 2000; Mork, Wolfenzon & Yeung, 2005).

As organizações nas quais o Estado é o proprietário majoritário geralmente estão submetidas a maior intervenção dos políticos que tentam usá-los como meio para deslocar recursos para fomentar seus projetos políticos (Shleifer & Vishny, 1997). Ademais, os governos

podem buscar conseguir finalidades duplas, como, elevar o emprego e diminuir os preços para os consumidores, além de atingir metas de lucratividade (Mengistae & Xu, 2004). Boubakri, Ghoul, Guedhami & Megginson (2018) verificaram que o mercado atribui valores mais altos às organizações estatais do que àquelas que não são estatais, diferentemente, em uma pesquisa de Beuselinck, Cao, Deloof & Xia (2017), as ações de companhias com participações governamentais perderam valor. Eles também constaram que o governo só tem uma impressão positiva em países com amparo aos investidores e níveis de corrupção mínimos.

A atuação sobre as organizações pelos atores que detêm ações, em especial o governo, é mais ativa nas economias emergentes do que nas economias desenvolvidas, e também há diferentes composições institucionais. No que diz respeito a essa diferença nos arranjos institucionais, Khanna e Palepu (1997) designaram a falta de mecanismos reguladores, coercitivos e punitivos como “vazios institucionais”, que levam a uma prática oportunista e a um alto risco para as firmas, além de questões como regulamentação imprecisa, sistemas judiciais não eficientes, insuficiência no mercado de capitais e preferência pelos objetivos políticos em vez dos econômicos (Khanna & Palepu, 1997; Hoskisson, Eden, Lau & Wright, 2000).

Diante deste contexto, a governança corporativa apresenta ferramentas para balancear custos e reduzir o valor perdido devido a conflitos de interesses entre gestores e investidores na firma (Cuervo-Cazurra & Dau, 2009; Peng, Wang & Jiang, 2008; Shleifer & Vishny, 1997; Silveira, Barros & Fama, 2008). Todavia, mecanismos internos, como, por exemplo, o conselho de administração, necessitam de efetivo apoio de mecanismos externos, como o sistema jurídico, para poder desempenhar devidamente suas funções. Nesse sentido, as economias emergentes configuram-se por prover pouca assistência aos diretores de organizações (Young et al., 2008).

A Governança Corporativa é uma combinação de mecanismos de controle dos problemas de agência, visando mitigar conflitos de interesse entre atores na organização, alinhando os interesses de todas as partes. Do ponto de vista teórico, Bernardino, Peixoto e Ferreira (2015) conceituam a Governança Corporativa como um constructo multidimensional e de caráter multifacetado, formado pela combinação dos diversos mecanismos de controle dos problemas de agência, que busca mitigar o conflito de interesses entre os atores, proporcionando um alinhamento dos interesses das partes.

Matias (2010) conceituou a Governança Corporativa como um conjunto integrado que contempla controles internos e externos, objetivando harmonizar conflitos de interesse entre

gestores e acionistas, tornando-se, desta forma, um instrumento de aumento da eficiência de gestão. Diante dessas definições, nota-se a persistente presença do objetivo de mitigação dos conflitos de interesse como base para conceituar Governança, de modo que, torna-se evidente que tal conceito é indissociável da Teoria da Agência.

Andrade e Rossetti (2014) verificaram que não se tem uma denominação única sobre Governança Corporativa, porém sim termos-chave que associam grande parte das definições, por exemplo: direito dos acionistas, direitos de outras partes interessadas, conflitos de agência, sistema de valores, sistema de governo, etc.

Governança Corporativa, para Andrade e Rossetti (2014), é uma versão do termo inglês “corporate governance”, que quer dizer sistema pelo qual os acionistas regem a sua firma. Originou nos Estados Unidos por causa da necessidade de os acionistas majoritários terem domínio sobre as suas companhias, por meio da seleção de um Conselho de Administração que teria como função principal resguardar os interesses dos acionistas, fiscalizando e analisando novos projetos e resoluções da gerência.

O *Centre for European Policy Studies* (CEPS) tentou explicar a expressão, porém mesmo para indivíduos que têm o inglês como primeira língua não é simples a compreensão. A expressão tem dois elementos: *corporate*, que diz respeito à corporação ou grandes firmas e *governance*, que consiste no ato, fato ou modo de governar. O segundo elemento possivelmente seja o principal fator que provoca divergência. Devido a analogia do termo *governance* com governo, equivoca-se componentes públicos com unidade que é completamente do setor privado (Frentrop, 2002).

Na literatura, diferentes estudiosos têm diferentes interpretações sobre a expressão. Os autores Shleifer e Vishny (1997, p. 737) afirmam que governança corporativa “[...] diz respeito à forma pela qual os fornecedores de recursos das empresas asseguram que obterão para si os retornos sobre seus investimentos”.

Na opinião de La Porta et al. (1999), governança corporativa é “um conjunto de mecanismos através dos quais os investidores externos se protegem contra expropriação pelos internos”. Para a Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2002, p. 1), a Governança pode ser designada como “[...] o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”.

Conforme constatado há vários conceitos diferentes para a expressão “governança corporativa”. Contudo, resumidamente pode-se explicar governança corporativa como a soma

de procedimentos que objetivam fazer com que as deliberações corporativas sejam sempre adotadas com intuito de potencializar a criação de valor de longo prazo para a empresa e retorno de todos os acionistas (Silveira, 2010).

A área dos negócios foi movimentada por tribulações que desestruturaram o mercado financeiro entre 2001 e 2003, sobretudo com os vexames corporativos que revelaram-se na Europa e nos Estados Unidos, implicando notáveis organizações como Adelphia, Aol, Enron, Global Crossing, Merck, Parmalat, Royal Ahold, Tyco, Vivendi, Warnaco, Waste Management e WorldCom, etc. Nesse sentido, Rossoni e Machado-da-Silva (2010) comentam como a Governança Corporativa despertou mais interesse após os eventos corporativos negativos que abrangeram importantes organizações consolidadas. Esses eventos fizeram extinguir companhias de grande relevância, gerando perdas de bilhões de dólares aos acionistas e milhares de cargos, levando ao emprego de ações corretivas, levando o Congresso Americano a validação da Lei Sarbanes-Oxley.

Segundo Gallon e Beuren (2007), a volatilidade e dinamismo do mercado de capitais em todo o mundo, fazem do processo de divulgação das informações sobre a gestão, aos usuários externos, fator preponderante para a sobrevivência das empresas. De acordo com Bushman e Smith (2001) e Iyengar, Land e Zampelli (2010), o que se recomenda é maior quantidade e qualidade na divulgação das informações contábeis, de maneira oportuna e uniforme para todo o mercado, o que proporciona credibilidade aos gestores junto ao mercado de capitais, e harmoniza igualdade de direitos entre os acionistas (Niu, 2006).

Carvalho (2016) estudou os concessionários de energia elétrica brasileiras por meio de um estudo comparativo do atendimento aos padrões da *Global Report Initiative* pelos relatórios de desempenho socioambiental. Entre outros achados, o identificou que as organizações que adotam o relatório proposto não o cumprem na íntegra e que a ANEEL, como a agência que regula o setor, falha em fiscalizar as concessionárias.

Segundo Bushman e Smith (2001) e Antunes e Costa (2007), o mecanismo de governança mais elementar é a própria informação contábil. Características da contabilidade como oportunidade, relevância e conservadorismo tendem a ser elementos de governança. O conceito de oportunidade está associado à velocidade com que os números contábeis capturam as alterações de valor da empresa. Já o conceito de relevância diz respeito à associação entre os números contábeis e o retorno de mercado das ações da empresa. Enquanto o conceito de conservadorismo contábil consiste na tendência de se exigir maior verificabilidade para se reconhecer ganhos comparativamente à exigência para se reconhecer perdas.

Niu (2006), Gallon e Beuren (2007) e Iyengar et al. (2010) ressaltam que, a governança corporativa é uma nova maneira de se organizar as relações entre as empresas e o mercado financeiro e que esta predica a transparência contábil das empresas.

Com relação aos princípios essenciais, a governança corporativa se ampara nos seguintes princípios: transparência (*disclosure*), integridade ou equidade (*fairness ou equity*), prestação de contas (*accountability*) e respeito às leis (*compliance*).

O princípio da transparência (*disclosure*) está diretamente associado com o fornecimento de dados aos acionistas, aos investidores e ao mercado como um todo, deixando evidente o real estado da associação e indicando as direções que ela precisa seguir.

Este princípio abrange a comunicação das informações repassadas aos principais envolvidos na empresa, sobretudo aqueles mais importantes, que causam efeito nas negociações e que compreende risco a empresa (Andrade & Rossetti, 2014).

No que concerne ao conceito, de acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC (2015, p. 19) a transparência “consiste no desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos”. Silva (2012) relata que “mais do que a obrigação de informar, a administração deve cultivar o desejo de informar”.

O segundo princípio, a equidade (*fairness*), “caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas” (IBGC, 2015, p. 23).

Este princípio consiste no senso de justiça, não sendo admitidas posicionamentos ou políticas discriminatórias. Para Andrade e Rossetti (2014, p. 170) “é o respeito dos direitos minoritários, por participação equânime com a dos majoritários, tanto no aumento da riqueza corporativa, quando nos resultados das operações, quanto ainda na presença ativa em assembleias gerais”.

No princípio de prestação de contas (*accountability*), os agentes devem dar satisfação de seu exercício a quem votou neles e assumem responsabilidade integralmente por todas as ações que empreendem. A prestação de contas precisa ser nítida, resumida e descomplicada.

De acordo com Andrade e Rossetti (2014, p. 27) consiste “prestação responsável de contas, fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria”.

Por último, o respeito às leis, o princípio *compliance* configura a concordância quanto a obediência de normas reguladoras, redigida nos estatutos sociais, nos regimentos internos, nos estabelecimentos legais do País e na legislação vigente (Andrade & Rosseti, 2014).

O dever de respeito estrito das leis merecem ênfase dentre as boas práticas de governança, seja para o contentamento dos *stakeholders*, seja pela natural necessidade de subordinação autêntica e simples do Estado do direito, sem desvios e/ou objetivos alheios (Diógenes, 2010).

Segundo Correa, Melo, Mueller & Pereira (2008) as principais dimensões da Governança Corporativa podem ser representadas por: conselho de administração e sua composição, estrutura de propriedade e controle, compensação e incentivos aos gestores, proteção aos acionistas minoritários e transparências das informações publicadas.

Entre as variedades de governança corporativa, os aspectos mais importantes de diferenciação estão relacionados à concentração da propriedade dos acionistas em cada país e à força das proteções legais para os investidores. As economias desenvolvidas possuem proteções institucionais para acionistas minoritários e as instituições de mercado são bem respaldadas. Em contrapartida, em países em desenvolvimento, há uma grande proporção de concentração de propriedade e não possuem essas proteções (Shleifer & Vishny, 1997; La Porta et al., 1999; Dharwadkar et al., 2000; Young et al., 2008).

Associando empresas despreparadas e a inexistência de ferramentas efetivas de governança acarretam em problemas de agência mais comuns entre acionistas controladores e acionistas minoritários. De acordo com o encontrado em muitas pesquisas, todos esses aspectos transformam os conflitos principal-principal consideravelmente diferentes da classe típica de conflito de agência (Khanna & Palepu, 1997; Mork et al., 2005; Young et al., 2008).

Tendo em vista que a história pode apresentar uma visão importante para entender o impacto que o meio corporativo pode ter na economia e nos negócios (North, 1990), a Figura 2 aborda as mais relevantes transformações que ocorreram no âmbito da energia elétrica no Brasil, a partir da sua instauração até a década de 2010.

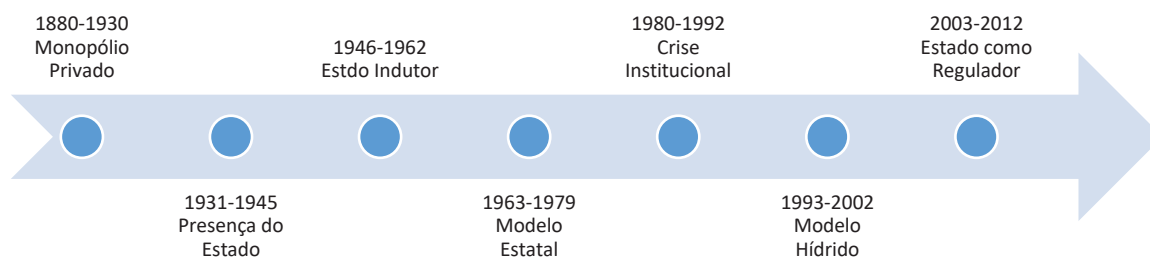


Figura 2. Linha do tempo das principais transformações ocorridas no Setor Elétrico Brasileiro (SEB).
 Fonte: Adaptado. Gomes & Vieira (2009, pp. 295-321).

Quanto aos benefícios que a governança corporativa oferece para companhias, esclarece o seguinte: existem dois potenciais benefícios principais que a boa governança pode acarretar às empresas: os benefícios externos, associados à maior facilidade de captação de recursos e à redução do custo de capital; e os benefícios internos, vinculados ao aprimoramento do processo decisório na alta gestão (Silveira, 2010, p. 71).

Nesse sentido, quando acontece a diminuição do custo de capital, o esquema de governança corporativa faz-se competente uma vez que favorece para uma série dos benefícios internos que melhoram as possibilidades de movimento de caixa das empresas (Black, Jang e Kim, 2002).

Acrescenta, ainda, Silveira que os benefícios internos são originários no que inclui as estratégias de:

- a) Divisão mais objetiva de funções entre acionistas, conselheiros e executivos, sobretudo as firmas de gestão familiar;
- b) Melhoramento da tomada de decisão de alta gerência;
- c) Melhoramento das técnicas de análise de desempenho e gratificação dos executivos;
- d) Redução da chance de golpes, em decorrência do melhor gerenciamento dos riscos e do aprimoramento dos controles internos;
- e) Maior institucionalização e transparência diante dos *stakeholders* da organização.

Steinberg (2003) ressalta que os benefícios são criados para a empresa, contudo, os custos são exibidos no decorrer da implementação dos negócios. (Silveira, 2010, p. 72)

Além destas estratégias, Steinberg (2003) ressalta que os benefícios são criados para a empresa, contudo, os custos são exibidos no decorrer da implementação dos negócios. A baixa do custo de capital está relacionada ao menor risco de uma companhia com governança eficaz,

que devido a isto se faz mais interessante para os investidores. Contudo, mesmo com estes benefícios significativos, a adoção de um modelo de governança corporativa implica em custos. Estes são derivados da instalação de processos mais bem organizados, desenvolvimento de relatórios financeiros mais aprimorados, programa de pagamento compatível para conselho de gestão e executivos, entre outros (Chhaochharia & Laeven, 2009).

Chhaochharia e Laeven (2009) acrescentam que o procedimento de aplicação de boas práticas de Governança Corporativa faz-se oneroso para a organização, sendo esse um dos motivos pelos quais muitas firmas optam por não incorporar a elas ou seguir somente dentro das imposições mencionadas na legislação.

Os custos implicados para aplicação de boas práticas de governança corporativa é frequente tema de debate. Todavia, apesar dos custos contata-se que uma governança competente pode impactar de modo positivo a ascensão e desenvolvimento das organizações e, logicamente, o crescimento econômico dos países. Em contrapartida, as ineficientes práticas de governança podem influenciar de modo negativo o crescimento econômico. Exemplificando, destaca-se as situações de crises nos mercados emergentes ao fim do século XX e a sequência de questões institucionais no Estados Unidos e Europa no começo da década de 2000.

Nesse contexto, a adoção de boas práticas de Governança Corporativa pelas empresas, abrange conceitos de transparência ao revelar os dados da firma, isonomia entre as informações concedidas, visando reduzir, desse modo, a divergência entre agentes. Para que se possa conseguir uma estrutura de governança competente, afasta-se as estruturas incompetentes. O tempo que será despendido e os problemas que serão combatidos vai depender das normas da organização, sejam formais ou informais, que acabam favorecendo certas estruturas (Silva & Saes, 2007).

Os níveis de Governança Corporativa foram apresentados na Bolsa de Valores de São Paulo em 2008, com o intuito de diminuir a desigualdade de informações e melhorar a transparência dos dados anunciados e das transações das empresas (Almeida & Almeida, 2009). Correia, Amaral e Louvet (2011) informam que os investidores querem que seus investimentos sejam resguardados pelas organizações. Assim, a governança apresenta um papel importante, pois eleva a defesa dos interesses dos investidores contra o risco de desapropriação por gerentes aproveitadores.

Segundo Barbedo, Silva e Leal (2009), a elaboração da categorização desenvolvida pela BM&FBovespa (B3) referente ao nível de Governança Corporativa definiu o posicionamento da organização, com o papel de transmitir segurança ao investidor, consistindo em seis classes:

Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo mercado, Nível 2, Nível 1 e Tradicional, sendo essa última, não mais em vigor.

Almeida e Almeida (2009) afirmam que após os grandes eventos empresariais negativos que aconteceram no decorrer dos últimos anos, a atenção voltou-se para organizações com dados transparentes, legítimas e seguras.

Um modelo de governança é tido como competente quando associa diferentes mecanismos internos e externos com o propósito de garantir as melhores deliberações de utilidade para os acionistas. Os principais mecanismos internos encontrados na bibliografia para uma ideal governança corporativa são: conselho de administração, fiscal e interno de auditores; programa de pagamento; concentração acionária. Os principais mecanismos externos, são: proteção legal aos investidores; chance de aquisição hostil e grau de competição no mercado; fiscalização dos agentes de mercado; e estrutura de capitais. (Almeida & Almeida, 2009).

2.2 TEORIA ECONÔMICA DA REGULAÇÃO

De acordo com Viscusi, Vernon e Harrington Jr. (2000), o progresso das teorias da regulação pode ser observado em três fases: a análise normativa como a teoria positiva (do interesse público); a teoria da captura; e a teoria econômica da regulação (da competição entre os grupos de interesse).

Stigler (1971) publicou seu artigo seminal “A teoria econômica da regulação”, argumentando que, em regra, a regulamentação é adquirida pela indústria e é projetada e operada para o próprio benefício da indústria. Este artigo quebrou, não apenas a visão que geralmente prevalecia até então, na qual o objetivo da regulação era cuidar do interesse público, mas também a simples teoria da captura da regulação econômica, que meramente reconhecia a tendência das regras regulatórias. favorecer o produtor sobre os interesses do consumidor. Stigler (1971) via a distribuição da riqueza, cuja regulamentação necessariamente representa, como uma mercadoria, demandada pelos constituintes e fornecida pelos reguladores. Essa mercadoria é transacionada no mercado político, que, como qualquer outro mercado, distribuirá mais da mercadoria àquelas com maior demanda (Peltzman, 1976). Estes tendem a ser grupos numericamente compactos, como produtores, para os quais o custo de coletar informações sobre a regulamentação proposta e os custos de organização para afetar essa regulamentação são pequenos em relação à participação individual de cada membro. Por outro lado, grandes grupos

difusos, como consumidores, terão pequenas participações per capita no regulamento e, portanto, maior dificuldade de mobilização para afetá-lo.

A Teoria da Regulação foi publicada por Stigler (1971), como uma reação à crise econômica mundial da década de 70 e foi considerada um instrumento de correção das falhas nas teorias econômicas existentes (Hirsch, 1998). Dentre as suas abordagens, a Teoria da Regulação descreve que a estrutura do capitalismo não é homogênea e estável. Seu objetivo fundamental foi desenvolver uma estrutura para a análise das específicas formações históricas do capitalismo, seu desenvolvimento, suas crises e transformações (Hirsch, 1998).

O conceito que se tornou nomeado como Teoria da Regulação surgiu através de Stigler (1971), sendo caracterizada por Peltzman por meio da chamada de Teoria Econômica da Regulação. Segundo Peltzman (1989), o elemento mais importante dessa teoria é a integração da análise do comportamento político ao corpo mais amplo da análise econômica. Presume-se que os políticos, como todos nós, sejam maximizadores de interesse próprio. Isso significa que os grupos de interesse podem influenciar o resultado do processo regulatório, fornecendo apoio financeiro ou outro a políticos ou reguladores.

Peltzman (1976) generalizou a teoria básica de Stigler em um modelo matemático, em que um político regulador maximizador de votos fornece regulamentação de maneira a compensar o apoio obtido, favorecendo o grupo beneficiário contra a oposição gerada pelo grupo que é tributado. Basicamente, o regulador escolhe o tamanho do grupo vencedor, levando em consideração a probabilidade de que seus membros concedam apoio, bem como a probabilidade de os membros do grupo tributado oferecerem oposição. Essas probabilidades são uma função do valor em dólares transferido para o grupo beneficiário, do tamanho do imposto sobre o grupo não beneficiário, do custo da organização e do valor gasto em dólares pelos beneficiários para mitigar a oposição.

A principal implicação do modelo de Stigler/Peltzman é clara: as dificuldades de traduzir transferências em votos e impostos em oposição tendem a levar o regulador a restringir o tamanho do grupo vencedor. Com base nessa Teoria Econômica da Regulação, um modelo de captura pode ser especificado para testar empiricamente a relação entre interesses econômicos e influência política. Isso é feito por meio de uma análise de incidência que:

- a) determina como o regulamento proposto afetará os ganhos e perdas de grupos específicos;
- b) avalia quais são as habilidades desses grupos para superar os problemas do free-rider e da ação coletiva, a fim de organizar e capturar o processo regulatório.

O artigo de Peltzman gerou uma enorme literatura, aplicando seu modelo básico a casos específicos de Regulação. A maior parte dessa literatura foi dedicada às indústrias americanas. No entanto, a regulamentação não se restringe ao processo regulatório naquele país. Todos os países do mundo se envolvem na regulamentação da indústria de uma forma ou de outra e, portanto, apresentam oportunidades para testar a robustez dessa teoria.

Na Teoria Econômica da Regulação, o Estado é o centro da regulação, na medida em que se encontra em seu cenário institucional a concentração das relações sociais de poder e de classe, nas quais os compromissos sociais estão codificados e vigorosamente estabilizados. Tal ponto apresenta-se em consonância com o Artigo 174 da Constituição Federal Brasileira (1988) que determina que compete ao Estado, como agente normativo e regulador da atividade econômica, exercer na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento.

Diante dessa definição, ao identificar-se as atribuições regulatórias da ANEEL no setor elétrico, torna-se evidente a relação que parte do Estado, como o centro das relações sociais de poder e de regulação, de acordo com o descrito pela Teoria Econômica da Regulação, caminhando para a necessidade de delegação, por conta dos recursos limitados, conforme descrito pela Teoria da Agência, culminando em uma relação na qual as concessionárias de distribuição de energia elétrica assumem o papel de “agente”, submetendo-se às regras do setor, diante de um conflito de interesses natural de um setor com características de monopólio, levando o Estado a designar o papel de “principal” à Agência Reguladora, que passa a desenvolver mecanismos de controle baseados nas suas necessidades informacionais regulatórias, alinhadas aos conceitos de Governança Corporativa.

2.3 MERCADOS REGULADOS

A principal causa de assimetrias no setor de energia elétrica tem origem em uma falha desse mercado. Por conta de condições econômicas e técnicas específicas, no setor de distribuição de energia elétrica a existência de uma única empresa traz um produto ou serviço a um custo menor do que se existisse mais de uma empresa operando (Tuma, 2005). Setores como esse são denominados de Monopólio Natural.

Para garantir que o monopolista não haja de forma a maximizar seus lucros em detrimento do consumidor, o Governo atua por meio, principalmente, de políticas Públicas de Regulação (Kruman & Wells, 2007), na qual exerce seu poder de agente normativo delegando atribuições de regulação a uma Agência Reguladora.

A palavra regulação desempenha a ideia de estabelecimento de normas. A partir desta definição, Di Pietro (2003) afirmou que a regulação busca garantir certa estabilidade em relação ao seu objeto e ao mesmo tempo, está aberta a mudanças que resultem em benefício da própria estabilidade. Para Jeammaud (1998), o objeto da regulação pode ser a sociedade em seu conjunto, fragmento ou um domínio de práticas sociais.

Vital Moreira (1997) utiliza a conexão das ideias de regularidade e de mudança, assim como Di Pietro, e acrescenta a relação entre a atuação estatal e a economia, a fim de construir um conceito de regulação econômica como o estabelecimento e a implementação de regras para a atividade econômica destinadas a garantir o seu funcionamento equilibrado, de acordo com determinados objetivos públicos.

Di Pietro (2003) define a regulação econômica como o conjunto de regras de conduta e de controle da atividade privada pelo Estado, com a finalidade de estabelecer o funcionamento equilibrado do mercado. Ou seja, a regulação é o meio de normatizar e fiscalizar o funcionamento de empresas operadoras de concessões, permissões ou autorizações do Estado, de forma a garantir para a sociedade o acesso a bens e serviços.

O conceito de Regulação Econômica está relacionado ao equilíbrio do mercado e traz consigo uma vasta área de possível atuação por parte do regulador; por exemplo, atualmente, as organizações que não são capazes de atrair capital correm o risco de ficarem de fora de grandes oportunidades de desenvolvimento e ganhos de eficiência operacional e financeira, haja vista que os investidores capacitados estão cada vez mais interessados em organizações que praticam a governança corporativa (Darosi, 2014). Portanto, seria possível interpretar que a forma como as organizações são dirigidas e controladas são determinantes para o seu futuro e, até mesmo, podem influenciar o desenvolvimento econômico e social do país na qual estão inseridas. (Darosi, 2014)

Frente a isso, ao relacionar o papel da agência reguladora de forma direta ao conceito de Regulação Econômica, nota-se que sua função é vital para o desenvolvimento do setor, tornando-a responsável pela entrega de políticas públicas que resultem em um ambiente regulado que seja equilibrado para todas as partes, ou seja, garanta aos investidores um retorno financeiro acordado, sem comprometer os consumidores, mantendo uma tarifa justa, o serviço público de qualidade e protegendo a neutralidade de mercado (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE, 2018)

2.4 SETOR DE DISTRIBUIÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA

Até abril de 2001, as regras contábeis das concessionárias do Setor Elétrico eram as mais simples em relação às das empresas dos demais setores econômicos. Isto decorria da simplicidade do negócio, qual seja, da legislação aplicável ao reajuste tarifário. No caso das distribuidoras de energia, seguia-se o modelo dos contratos de concessão celebrados sob a égide da Lei 8.987/1995 (Lei das Concessões) e da Lei 9.074/1995. Tais contratos definiam o repasse às tarifas dos custos não gerenciáveis (Parcela A) e a diferença remanescente, entre a Receita Líquida e a Parcela A denominado de Parcela B, seria atualizada pelo IGP-M a partir dos valores existentes, quando da assinatura dos acordos e até a 1ª (primeira) Revisão Tarifária Periódica que ocorreu entre 2003 e 2006, dependendo da distribuidora.

Em condições normais de mercado, não havia diferenças materiais e recorrentes no Resultado da Atividade (EBIT) ou na Geração Operacional Bruta de Caixa (EBITDA) de um período de competência a outro. Entretanto, em vista da ocorrência do aumento das especificidades do setor, como por exemplo o Programa Emergencial de Redução do Consumo de Energia Elétrica – PERCEE de maio de 2001 a fevereiro de 2002, das novas metodologias de cálculo das tarifas a partir de 2003, que passou a ser realizado por meio das Revisões Tarifárias Periódica e do aumento exponencial das divergências entre as regras societárias e as necessidades regulatórias do Setor Elétrico (Ohara, 2014), tornou-se fundamental o desenvolvimento de mecanismos de Governança com o objetivo de mitigar assimetrias de informação entre o regulador e os regulados. Assim, como forma de cumprimento das suas atribuições, a ANEEL implantou a contabilidade regulatória como seu principal mecanismo de Governança Corporativa.

Neste contexto, com a criação da Contabilidade Regulatória, desenvolvida conforme as regras descritas no Manual de Contabilidade do Setor Elétrico, as companhias elétricas passaram a elaborar duas demonstrações contábeis brasileiras oficiais, seguindo dois conjuntos de regras e princípios distintos: as regras societárias e as regras regulatórias. Tais divergências, podem levar as análises a conclusões divergentes em relação ao cenário econômico-financeiro das companhias, culminando, assim, em possíveis decisões equivocadas dos mais variados players envolvidos, por exemplo, concessão de empréstimos de maneira equivocada, aquisição de participação acionária e, até mesmo, pagamento indevido de indenizações ao final de contratos de concessão. Assim, a partir do ano de 2011, a análise econômico-financeira das distribuidoras se tornou uma atividade de elevada especialização (Ohara, 2014).

2.5 CONTABILIDADE NO SETOR ELÉTRICO

De acordo com histórico relatado no Manual de Contabilidade do Serviço Público de Energia Elétrica, a primeira apresentação estruturada de um Plano de Contas do setor de energia elétrica foi instituída pelo Decreto 28.545, de 24 de agosto de 1950, sob o título "Classificação de Contas para Empresas de Energia Elétrica", que vigorou até 31 de dezembro de 1978.

Em 29 de dezembro de 1978, por meio do Decreto 82.962, foi instituído o Plano de Contas do Serviço Público de Energia Elétrica, que consolidou procedimentos contábeis já consagrados e introduziu novos conceitos com base na legislação vigente à época.

A Agência Nacional de Energia Elétrica - ANEEL foi instituída pela Lei 9.427, de 26 de dezembro de 1996, que em seu artigo 33 previu a simplificação do Plano de Contas específico para as empresas concessionárias de serviços públicos de energia elétrica, com a segmentação das contas por tipo de atividade de geração, transmissão e distribuição.

Com o propósito de atender ao previsto no referido artigo, o Plano de Contas, resultante do processo de simplificação, foi estabelecido pela Resolução 001, de 24 de dezembro de 1997, da ANEEL, para entrada em vigor a partir de 1º de janeiro de 1998.

Tendo em vista as significativas modificações ocorridas no setor elétrico brasileiro, no qual várias alterações no modelo foram sendo promovidas por meio de novos textos legais e de regulamentação que contemplam, inclusive, novas situações decorrentes do processo de privatização que vinha sendo implementado pelo Governo Federal desde meados da década de 90, houve a necessidade de atualizar o Plano de Contas e, desta forma, por meio da Resolução ANEEL 444, de 26 de outubro de 2001, foi instituído o Manual de Contabilidade do Serviço Público de Energia Elétrica, que posteriormente passou por diversas alterações por meio de Resoluções e Despachos da Superintendência de Fiscalização Econômica e Financeira – SFF.

Em 2005, foi criado pela Resolução CFC 1.055/05 o Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC, que tem como objetivo "o estudo, preparo e a emissão de Pronunciamentos Técnicos sobre procedimentos de Contabilidade e a divulgação de informações dessa natureza, para permitir a emissão de normas pela entidade reguladora brasileira, visando à centralização e uniformização do seu processo de produção, levando sempre em conta a convergência da Contabilidade Brasileira aos padrões internacionais".

O § 5º do art. 177 da Lei 6.404/1976, introduzido pela Lei 11.638/2007, determinou que as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, para fins de elaboração das

demonstrações contábeis deverão ser elaboradas em consonância com os padrões internacionais de contabilidade adotados nos principais mercados de valores mobiliários.

A inclusão do art. 10-A na Lei 6.385/1976, pelo art. 5º da Lei 11.638/2007, acabou, indiretamente, por conferir ao CPC a emissão de normas contábeis mediante os Pronunciamentos Contábeis necessários à convergência com os pronunciamentos internacionais de contabilidade, em especial os emitidos pelo International Accounting Standards Board - IASB, através do International Financial Reporting Standards - IFRS e do International Accounting Standards - IAS, já que o CPC atendia ao disposto no novo artigo. De acordo com o artigo 59 da Lei 6.385, a Comissão de Valores Mobiliários, o Banco Central do Brasil e demais órgãos e agências reguladoras puderam celebrar convênio com entidade que tenha por objeto o estudo e a divulgação de princípios, normas e padrões de contabilidade e de auditoria, podendo, no exercício de suas atribuições regulamentares, adotar, no todo ou em parte, os pronunciamentos e demais orientações técnicas emitidas. Ainda definindo que a entidade referida deveria ser majoritariamente composta por contadores, dela fazendo parte, paritariamente, representantes de entidades representativas de sociedades submetidas ao regime de elaboração de demonstrações contábeis previstas nesta Lei, de sociedades que auditam e analisam as demonstrações contábeis, do órgão federal de fiscalização do exercício da profissão contábil e de universidade ou instituto de pesquisa com reconhecida atuação na área contábil e de mercado de capitais.

A Lei 11.941/09, que dentre outras alterações, deu nova redação ao § 2º do art. 177, da Lei 6.404/76, previa a possibilidade da instituição de uma Contabilidade Regulatória para atender às necessidades da ANEEL, ao dispor que a companhia para atender as disposições da lei tributária, ou de legislação especial sobre a atividade que constitui seu objeto, poderá, mediante livros auxiliares, ter uma contabilidade com métodos e critérios contábeis diferentes daqueles estabelecidos pela legislação societária, inclusive podendo elaborar demonstrações contábeis distintas daquelas para fins societários, ou seja, a informação contábil regulatório veio a ser instituída como uma adição de dados a serem gerados.

A convergência às normas internacionais de contabilidade no Brasil para todas as empresas a partir do exercício de 2008, gerou novas práticas contábeis para fins societários e promoveu maior distanciamento das informações regulatórias da concessão. Esse distanciamento foi oriundo principalmente com a extinção do ativo imobilizado vinculado à concessão do serviço público e da forma que foi aplicado não mais representava a essência

econômica do arcabouço legal regulatório tarifário, o que causou maior assimetria de informações junto ao mercado investidor e a sociedade em si.

Outras alterações que afetaram as demonstrações contábeis societárias das empresas de distribuição de energia e culminaram em um distanciamento ainda maior das necessidades do regulador foram a eliminação da contabilização de ativos e passivos regulatórios e as mudanças nos critérios de contabilização das Receitas e Construção.

Com uma base legal bem fundamentada e frente aos desafios oriundos das especificidades do setor elétrico, a ANEEL entendeu ser necessário a instituição de uma contabilidade regulatória para o setor, de forma que o Órgão Regulador estabelece práticas contábeis diferentes daquelas previstas nos Pronunciamentos Contábeis emitidos pelo CPC, estipulando a elaboração e divulgação das informações contábeis e financeiras com conteúdo direcionado à atender com maior clareza a prestação de contas à sociedade.

2.5.1 Diferenças entre a contabilidade do setor elétrico e a societária

O Manual de Contabilidade do Serviço Público de Energia Elétrica e as demais orientações anteriores, estabeleciam que a infraestrutura do setor elétrico fosse avaliada e contabilizada pelo valor histórico de construção e/ou aquisição (até 1995 era corrigido monetariamente).

Desde o início da revisão tarifária do primeiro ciclo, estabelecida pela Resolução Normativa 493/2002, a ANEEL discutiu com o IBRACON e a CVM, alternativas de soluções para acomodar tecnicamente o registro contábil da avaliação pelo valor justo dos bens integrantes do ativo imobilizado em serviço das concessionárias (ANEEL, Nota Técnica 391 de 2009).

A ANEEL entendia que a falta desse registro trazia prejuízos à análise daqueles que faziam uso das informações contábeis, haja vista que a depreciação da avaliação estava contida na Parcela "B" (gastos gerenciáveis pela concessionária) que compunha a tarifa, consequentemente, integrava a Receita Requerida registrada na contabilidade quando do faturamento, mas por outro lado, considerando que a avaliação não vinha sendo contabilizada, a despesa relativa à depreciação registrada contabilmente, vinha sendo calculada com base no custo histórico dos respectivos bens, resultando na apuração de lucro/prejuízo contábil, apresentado na Demonstração de Resultado do Exercício - DRE, bem como nas Informações

Trimestrais - ITR apresentadas à CVM, em montante diferente, em proporções relevantes, àquele apurado caso a avaliação dos ativos tivesse sido contabilizada (Farias, 2016).

Ainda de acordo com o descrito no item 7 da Nota Técnica 391 de 2009: Em setembro de 2007 houve a concordância dos representantes do IBRACON e CVM, que o procedimento adotado pela ANEEL para elaboração das avaliações dos ativos das concessionárias, que mesmo com algumas particularidades, atendia às normas de reavaliação estabelecida pela CVM, bem como representava com segurança o valor do investimento avaliado passível de recuperação pelo processo tarifário. Dessa forma, a CVM estaria encaminhando documento à ANEEL, formalizando a aceitação do registro contábil da avaliação dos ativos nos moldes da Resolução ANEEL 493/2002.

No entanto, conforme mencionado, no final de dezembro de 2007, foi publicada a Lei 11.638, promovendo, dentre outros, alterações na Lei 6.404/1976, sendo uma delas, a exclusão da prática de reavaliação de ativos, revogando o § 2º do art. 187 da Lei 6.404.

Para os propósitos regulatórios da ANEEL, a falta de registro da infraestrutura pelo valor novo de reposição (reavaliação) fazia com que as demonstrações contábeis elaboradas nos moldes dos termos da Lei 6.404/1976 e alterações posteriores não traduziam fielmente a realidade da concessão e nem da concessionária, pois a receita é calculada com base na infraestrutura avaliada pelo valor novo de reposição.

Além da falta de mensuração da infraestrutura pelo valor novo de reposição, os resultados contábeis apresentados na Demonstração de Resultado do Exercício - DRE, também estavam afetados por provisões, ágios e amortizações que não permitiam uma visão regulatória da situação da concessão, mas sim um resultado societário para fins de pagamento de dividendos, o que causava uma assimetria de informações e prejudicava as funções desenvolvidas pela ANEEL na fiscalização da gestão econômica e financeira da concessão.

O valor justo foi definido por Iudícibus e Marion (2001) como a importância pela qual um ativo poderia ser transacionado entre um comprador disposto e conhecedor do assunto e um vendedor também disposto e conhecedor do assunto em uma transação sem favorecimento.

Os ativos imobilizados em serviço registrados na contabilidade societária das concessionárias, permissionárias e autorizados de serviço público de distribuição de energia elétrica, estão a valor histórico, gerando uma despesa de depreciação calculada sobre esse valor, enquanto, como já mencionado, que na receita registrada contabilmente está contida uma depreciação calculada sobre um ativo imobilizado em serviço a valor novo de reposição,

gerando informações distorcidas da realidade, induzindo o mercado à percepção de uma taxa de retorno superior àquela prevista regulatoriamente.

Ainda de acordo com o item 19 da Nota Técnica 391 de 2009, o Órgão Regulador, para realizar a fiscalização da gestão econômico-financeira, mediante monitoramento e estudos com vistas a identificação da real situação do equilíbrio econômico-financeiro da concessão, bem como da respectiva remuneração, cria-se a necessidade de outras informações e documentos complementares a fim de proceder a diversos ajustes nas informações contábeis, seja em função da falta de registro da reavaliação, constituição e reversão de provisões, ágios e respectiva amortização ou de outros itens do Balancete Mensal Padronizado - BMP e da própria demonstração contábil elaborada de acordo com a Lei 6.404/1976, o que prejudica consideravelmente as atividades da fiscalização, já que não permite a geração de relatórios automatizados conclusivos.

No setor elétrico, onde é necessário um rigor regulatório, tornou-se imprescindível que o ativo imobilizado estivesse registrado pelo seu valor novo de reposição, nos moldes estabelecidos para fins tarifários, com o objetivo de se demonstrar a remuneração regulatória obtida pela concessionária e permissionária de serviço público (Farias, 2016).

As várias e relevantes mudanças nas práticas contábeis brasileiras, em virtude da busca da convergência às normas internacionais, introduzidas pela Lei 11.638/2007 e Lei 11.941/2009, que alteraram a legislação societária, bem como, que o Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC tem emitido diversos pronunciamentos técnicos, aprovados tanto pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC) como pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), tornaram as demonstrações contábeis societárias ainda mais incompatíveis em relação às práticas contábeis regulatórias da ANEEL.

Com base nos preceitos da contabilidade societária, tornou-se ainda mais complexo o acompanhamento do custo do imobilizado para fins de controles dos bens e a valoração dos ativos que compõem a Base de Remuneração, sujeitos à reversão, bem como, dos ativos regulatórios (Ohara, 2014).

Quanto aos ativos e passivos regulatórios, as normas contábeis internacionais preconizavam a eliminação dos ativos regulatórios das demonstrações contábeis. Esta eliminação era justificada pelo IASB pelo fato desses ativos não se constituírem em direitos líquidos e certos de ressarcimento face aos credores e devedores não puderem ser efetivamente identificados. Na minuta colocada em Audiência Pública, pelo IASB, já se admite o registro de alguns ativos e passivos regulatórios, mas não aqueles semelhantes ao praticado quando do

acionamento, que gerou um ativo e concomitantemente uma receita. Normalmente, nos principais países desenvolvidos, esses ativos e passivos são estimativas realizadas pelas empresas que podem diferenciar de forma significativa do valor a realizar posteriormente. Entretanto, no Brasil, a Portaria Interministerial 296/2001 e a de 25/2002, proveram às concessionárias e permissionárias de serviço público de distribuição de energia elétrica o direito líquido e certo da compensação dos ativos regulatórios.

Fica evidenciado que os ativos regulatórios, no Brasil, independentemente de corresponderem à Parcela "A" (custos gerenciáveis) ou "B" (custos não gerenciáveis), ou serem para manutenção do equilíbrio econômico-financeiro, têm previsão legal de realização, o que é comprovado pelas revisões e reajustes tarifários já ocorridos até a presente data, sendo a responsabilidade pelo ativo/passivo do consumidor alocado a respectiva área de concessão. Assim, a ANEEL entende que deve ser mantido o registro contábil dos ativos e passivos regulatórios, face à sua recuperação/liquidação estar prevista em lei, e a sua reversão distorceria a real situação econômico-financeira dos regulados.

A ICPC 01 - Interpretação Técnica sobre Concessões, que trata do reconhecimento de receita nas concessões de serviço público e que trouxe profundas modificações na forma de contabilização da infraestrutura do setor elétrico, bem como dos demais segmentos sujeitos à concessão de serviço público.

Em 01 de janeiro de 2010, as concessionárias, permissionárias e autorizadas, sujeitas à adoção da IFRIC 12, segregaram na contabilidade societária o saldo do seu ativo imobilizado em: i) ativo intangível, correspondente ao valor que será recebido diretamente junto ao usuário (consumidor ou outro agente do setor elétrico); ii) ativo financeiro, correspondente à parcela a ser recebida a título de indenização pelo Poder Concedente. Assim, no ativo imobilizado permaneceria somente os bens, que são necessários à atividade da concessionária, mas não vinculados ao serviço outorgado, não sujeitos, portanto, à reversão, para os quais a ANEEL insere uma anualidade na Parcela B da tarifa quando das Revisões Tarifárias Periódicas. Essa norma já é obrigatória desde 2009, para todos os países da Europa, mas somente para as demonstrações contábeis consolidadas e não individualmente por empresa como está determinado no Brasil.

Na aplicação da ICPC 01, todo o custo do investimento em ativos de uma nova concessão, ou em ampliações em uma concessão já existente, é contabilizado como despesa e não do ativo imobilizado. Parte-se do pressuposto também, que contratando ou não obras com terceiros, no período de construção das instalações, a concessionária teria uma receita marginal

de construção, que em tese será maior quando ela própria decidir em fazer a construção. Assim, estando o custo do empreendimento contabilizado como despesa, a concessionária fará um registro contábil a débito no ativo intangível, correspondente à parcela que receberá do usuário (consumidor) pelo prazo da concessão, e no ativo financeiro, pela parcela a receber pela indenização ao final da concessão, ambos tendo como contrapartida uma conta de receita. É de se ressaltar que no arcabouço regulatório não existe a previsão de se computar nas tarifas qualquer receita de construção, portanto, esse procedimento se adotado ensejará o ajuste por parte da concessionária na linha de Fornecimento de Energia Elétrica, sob pena de se ter uma receita em duplicidade.

Nesse entendimento, o ativo intangível seria amortizado pelo prazo da concessão, e seu valor só seria alterado pelo incremental decorrente de novas expansões. A questão dos gastos com reposição ocorridas no dia a dia, face às substituições de bens é um ponto em discussão, pois no arcabouço regulatório contábil e tarifário essas reposições têm seus efeitos (depreciação e remuneração) considerados na formação da Parcela "8" da tarifa, portanto a sua contabilização diretamente como despesa descaracterizaria a essência econômica da atividade outorgada. Por outro lado, o seu registro no ativo intangível irá gerar uma duplicidade caso não se proceda a baixa do bem repostado. Assim, face às normas de registro do ativo intangível, é necessário encontrar a melhor normatização que reflita a essência econômica do negócio outorgado.

Outra questão que a princípio a ANEEL também entende que não reflete a essência do negócio está no fato de que pela nova norma contábil o ativo financeiro é atualizado (gerando uma receita financeira) enquanto o ativo intangível que corresponde à parcela a ser recebida do consumidor, constante da Parcela "B", não é atualizada, sendo que a cada reajuste tarifário é aplicado o IGPM sobre a Parcela "B" da tarifa. Além do mais, caso viesse a ser admitida sua atualização, o mesmo teria que ser a título de uma receita regulatória, semelhante à RTE, pois a sua efetiva realização ocorrerá na linha de Receita de Fornecimento de Energia Elétrica, quando do faturamento futuro, caso contrário haveria uma duplicidade de receita.

A aplicação dessa norma na contabilidade societária das empresas do setor elétrico brasileiro, para a ANEEL não representa a essência econômica do negócio outorgado, bem como, sem o registro contábil da reavaliação dos ativos das distribuidoras e das transmissoras com revisão tarifária, que em conjunto detêm a maioria dos ativos vinculados à concessão, não faz com que as informações ao mercado sejam melhores do que as existentes, pois tanto o ativo intangível como o ativo financeiro, decorrente da aplicação da norma internacional, estão

representados por valores a custo histórico, diferentemente dos valores considerados para fins de estabelecimento da remuneração e da depreciação que compõem a Parcela B da tarifa.

O IFRS 1 que trata da Adoção de IFRS pela primeira vez, prevê a possibilidade do registro contábil desse ativo pelo seu valor justo (*fair value*), mas somente por uma única vez, o que resolveria a questão das informações contábeis no momento, mas não para as futuras.

Mesmo que a legislação societária brasileira permitisse o registro da reavaliação, a ANEEL entende que, considerando o instituto da reversão com indenização ao final da concessão, que está previsto em todos os contratos de concessão de serviço público de energia elétrica, principalmente nos contratos das distribuidoras e das transmissoras sujeitas à revisão tarifária, bem como das grandes geradoras cujas concessões foram outorgadas como "concessão de serviço público", os montantes que comporão os valores dos ativos intangíveis e financeiros necessitarão serem revistos a cada revisão tarifária, já que os valores a serem recebidos dos consumidores e aqueles a serem recebidos via indenização se alterarão a cada ciclo de revisão tarifária, face à metodologia de avaliação dos mesmos e até pelo Reajuste Tarifário no qual o item de depreciação que compõe a Parcela 8, a ser recebido do consumidor pelo prazo da concessão, é atualizado pelo IGPM. Isso porque, em tese, o valor do ativo intangível seria definido pela projeção dos valores recuperáveis a título de depreciação durante o prazo remanescente da concessão e o ativo financeiro seria o valor a recuperar pela indenização ao final da concessão.

Se em tese, nas concessões já existentes, cuja reversão ocorrerá mediante indenização, for definido que o valor a ser considerado como ativo intangível corresponderá à quota anual de depreciação projetada pelo período remanescente da concessão, e a amortização desse ativo intangível ocorrer de acordo com esse mesmo prazo, nos parece que não haverá efeito no resultado, mas sim, somente uma alteração na forma de demonstrar o ativo vinculado à concessão, que de fato prejudicará todo o controle e acompanhamento do atual ativo imobilizado em serviço. Na verdade, o efeito que surgirá na contabilidade, pela aplicação dessa nova norma, nas concessões já existentes, além da segregação do ativo imobilizado, será o reconhecimento antecipado de uma receita denominada "Receita de Construção" que passará a ser reconhecida durante o período de construção.

Nesse contexto, a ANEEL avaliou o impacto da ICPC 01 nas demonstrações contábeis das concessionárias de serviço público de energia elétrica, especificamente em relação à indexação restringir-se ao ativo financeiro. Por meio de simulações, analisou a indexação somente ao ativo financeiro, deixando-se o Ativo Intangível sem correção, verificando a mesma

situação vista agora com o passar dos anos, quando o valor regulatório (Valor Novo de Reposição - VNR) tem saldo superior ao Ativo Imobilizado em Serviço - AIS Contábil, bem como a Depreciação e o Resultado da Atividade Regulatórios em relação aos contábeis. O International Financial Reporting Interpretations Committee (IFRIC) 12, ainda que retrate de forma superior à situação atual, fere a essência econômica da legislação prevista para as Concessionárias.

Para ocorrer a consistência das demonstrações contábeis, apenas a correção monetária para ambos os itens (Ativos Financeiro e Intangível) registrada contabilmente em contrapartida à conta do Patrimônio Líquido - Ajuste de Avaliação Patrimonial, retrataria fielmente o modelo regulatório, o que não tem previsão nas normas internacionais de contabilidade. Por outro lado, haveria a necessidade de constituir novos itens regulatórios que poderiam mais prejudicar que auxiliar no entendimento das demonstrações contábeis em função da necessidade de se evitar a duplicidade na receita quando da realização da Reserva de Ajuste de Avaliação Patrimonial, quando se referir à realização da atualização financeira do ativo intangível, já que o mesmo estará contemplado na Receita de Fornecimento de Energia Elétrica, quando da inclusão da depreciação na parcela "B".

Já nas concessões cuja reversão ocorrerá sem a indenização, nos termos do art. 36 da Lei 8.987/1995 e art. 20 do Decreto 2003/1995, de fato haverá uma alteração significativa no resultado do exercício, já que o valor total do investimento realizado passará a ser amortizado no prazo da concessão, desprezando assim, as taxas de depreciação estabelecidas pelo Órgão Regulador, sendo que neste caso, todo o valor de investimento seria tratado como um ativo intangível, o que está em linha com o Manual de Contabilidade do Setor Elétrico.

Portanto, a ANEEL entende que a aplicação da ICPC 01, não permite um acompanhamento da formação dos custos dos ativos a serem remunerados, não permitindo a adequada identificação das Unidades de Cadastros - UC, e dos respectivos Custos Adicionais-CA e Componentes Menores - COM, o que prejudicaria todo trabalho de fiscalização do ativo imobilizado e da respectiva unitização desses bens nos termos do atual Manual de Controle Patrimonial, aprovado pela Resolução Normativa 367/2009. Entende também, que o CPC deveria fazer uma avaliação de forma a constatar a existência de seus reais benefícios para as informações societárias, pois nas concessões sujeitas à indenização, cujas outorgas, ocorreram há vários anos, não conseguimos visualizar nenhuma melhora na qualidade da informação, pois o ativo Intangível será determinado com base na depreciação incluída na tarifa de acordo com

as taxas estabelecidas pelo Órgão Regulador, devendo estabelecer a forma de reconhecimento da receita de construção, que esta sim, nos parece a novidade em tudo isso.

As novas práticas contábeis confrontaram as especificidades e necessidades de informação e controle do setor elétrico. Com isso, a ANEEL entende que a melhor forma de se preservar as informações necessárias à fiscalização da gestão econômica e financeira é a adoção de uma Contabilidade Regulatória.

Assim, a proposta da ANEEL foi de estabelecer alterações no Manual de Contabilidade do Setor Elétrico - MCSE, de forma a permitir os registros contábeis necessários à elaboração de uma contabilidade regulatória, bem como recomendar a contratação de uma instituição especializada em assuntos contábeis, econômicos e financeiros, com vistas a uma revisão geral do MCSE, de forma a atender às necessidades regulatórias.

Entende também a ANEEL, que as concessionárias e permissionárias do serviço público deverão elaborar e publicar suas demonstrações contábeis regulatórias, observando-se as orientações contidas no MCSE, dado ao interesse público dessas informações, pois na modalidade pretendida servirá como uma prestação de contas à sociedade.

A exigência da publicação das demonstrações contábeis regulatórias pelos agentes acima mencionados fundamenta-se no princípio da publicidade. Para Justen Filho (2003), eventualmente, poderá determinar-se que as demonstrações contábeis do concessionário serão objeto de publicação na imprensa. Trata-se de manifestação daquele princípio da publicidade, pelo qual o concessionário sujeita-se também à fiscalização perante a comunidade. Também poderá impor-se dever de publicação em órgãos de imprensa distintos daqueles escolhidos para cumprir as exigências da Lei das Sociedades Anônimas S.A.

Assim, com a proposta de alterações ao MCSE, as concessionárias e permissionárias do serviço público de energia elétrica, além de elaborar e publicar as demonstrações contábeis regulatórias devem providenciar a auditoria dessas demonstrações, por auditores independentes registrados na Comissão de Valores Mobiliários - CVM, de acordo com escopo a ser pré-acordado junto ao IBRACON.

Dentre as alterações pretendidas pela ANEEL no MCSE está a retirada da obrigatoriedade de atender de forma integral as orientações e preceitos do referido manual por parte das concessionárias de serviço público de geração, pois entende a ANEEL que pelo fato dessas concessionárias não terem receita por meio de tarifa fixada pela ANEEL, bastaria o controle patrimonial, a adoção das taxas de depreciação da ANEEL e do elenco de contas reduzido e específico, que nos termos da Resolução Normativa nº 370, de 30 de junho de 2009,

já é aplicável às demais concessionárias e autorizados de geração em regime de produção independente, cujos bens são reversíveis à União Federal.

Observa-se ainda que o segmento de transmissão no Brasil passa por amplo movimento de reestruturação societária, com a consolidação de grandes grupos atuantes nesse setor. Em alguns casos, concessionárias de transmissão incorporaram em seu patrimônio outras concessões de transmissão. Esse movimento também ocorreu quando concessionárias adquiriram novas concessões (linhas e/ou subestações) por meio das várias licitações ocorridas. Segundo as normas vigentes, para o segmento de transmissão, não há impedimento legal para incorporação de outras concessões por empresas concessionárias. No entanto, do ponto de vista regulatório, essas incorporações criam enorme dificuldade de controle e fiscalização para a ANEEL, já que essa operação resulta na fusão dos registros contábeis e patrimoniais das empresas.

Diante do todo exposto, a ANEEL concluiu pela necessidade de proceder a alterações no Manual de Contabilidade do Setor Elétrico, com a inserção de normas para a adoção da contabilidade regulatória, seguida de uma revisão geral do atual Manual de Contabilidade do Setor Elétrico. Com isso, incluir a elaboração das demonstrações contábeis regulatórias com respectivas notas explicativas voltadas a uma adequada prestação de contas à sociedade, quer seja nos aspectos econômico-financeiros ou nos aspectos técnicos que envolvam cada concessionária e permissionária, face às especificidades do setor elétrico.

Conforme motivação listada pela ANEEL na Nota Técnica 391, a instituição da contabilidade regulatória objetivou estabelecer normas contábeis regulatórias, que permitam atender à necessidade de divulgação à sociedade de um conjunto de informações que representem adequadamente a situação econômico-financeira das concessionárias e permissionárias de serviço público de energia elétrica em consonância com o arcabouço legal regulatório tarifário.

O modelo permite a apresentação dos componentes tarifários e da efetiva remuneração, obedecendo ao regime de competência contábil, especificamente relacionado ao processo de confrontação das despesas com as receitas entre os períodos contábeis, bem como a adequada análise econômica e financeira das concessionárias e permissionárias, com vistas a subsidiar o acompanhamento do equilíbrio econômico-financeiro da concessionária.

Por meio da Resolução Normativa 396, de 23 de fevereiro de 2010, a ANEEL instituiu a Contabilidade Regulatória, visando:

- a) Divulgar à sociedade um conjunto de informações que representem adequadamente a situação econômico-financeira das concessionárias e permissionárias de serviço público de transmissão e de distribuição de energia elétrica em consonância com o arcabouço legal regulatório tarifário, em um modelo que permita a apresentação da realização dos componentes tarifários e da efetiva remuneração com obediência ao Pressuposto Básico da Competência, especificamente relacionado ao processo de confrontação das despesas com as receitas entre os períodos contábeis; e
- b) A manutenção das informações contábeis referentes à composição dos ativos vinculados à concessão, permissão e autorização de energia elétrica, sujeitos à reversão, para fins de atendimento às atividades de fiscalização e prestações de informações dos investimentos no setor elétrico, face às eminentes alterações propostas com vistas à convergência das práticas contábeis brasileira às normas internacionais de contabilidade, aprovadas pelo Conselho Federal de Contabilidade – CFC.

A Resolução ANEEL 396, de 23 de fevereiro de 2010, no seu art. 7º, § 3º, estabeleceu a obrigatoriedade das demonstrações contábeis regulatórias serem acompanhadas de relatório de auditoria emitido por empresa de auditoria independente registrada na CVM. Diante da exigência exposta, a Superintendência de Fiscalização Financeiras - SFF da ANEEL necessita o quanto antes estabelecer tais procedimentos, visto que a norma já tem vigência para o exercício findo em 2011, e ademais as empresas do setor elétrico já estão contratando as auditorias para a realização deste serviço.

Como ponto de partida, a ANEEL apresentou modelo de elementos do Balanço Patrimonial Regulatório e da Demonstração do Resultado do Exercício Regulatória, que deveriam ser alcançados no escopo de auditoria regulatória. Além disso, como forma de padronização das informações a serem apresentadas ao Órgão Regulador, a ANEEL estabeleceu modelos de apresentação do Balanço Patrimonial Regulatório, Demonstração do Resultado do Exercício Regulatória e das Notas Conciliatórias e Explicativas.

No Ofício de Encerramento do Exercício de 2011, a ANEEL listou os principais temas que os tratamentos nas demonstrações contábeis societárias não estão alinhados com os pressupostos das demonstrações contábeis regulatórias e que devem ser considerados nas demonstrações contábeis regulatórias:

- a) Ativos e Passivos Regulatórios

Considerando que na convergência às normas internacionais (IFRS) não houve correspondência nas referidas normas o tratamento dos ativos e passivos regulatórios, estes permaneceram registrados apenas nas demonstrações contábeis regulatórias.

b) Obrigações Vinculadas ao Serviço Público (Obrigações Especiais)

A partir do 2º ciclo de revisão tarifária as quotas de reintegração acumulada das obrigações vinculadas devem ter como contrapartida a despesa de depreciação para que o efeito no resultado seja anulado, uma vez que esse valor não é mais considerado na tarifa.

c) Ativo Imobilizado

Com a adoção da ICPC 01 – Contratos de Concessão na contabilidade societária, o ativo imobilizado foi bifurcado em ativo intangível e financeiro. Para fim regulatório deverá ser adotada a estrutura vigente no Manual de Contabilidade do Setor Elétrico, ou seja, como ativo imobilizado. As premissas específicas para o ativo imobilizado regulatório são:

c1) os ativos estejam registrados contabilmente pelo valor do Laudo de Avaliação.

Para o registro contábil da reavaliação regulatória, deverá ser utilizado o valor homologado na Revisão Tarifária do 2º Ciclo da concessionária como referência.

c2) o registro será pela diferença entre o valor contábil a custo histórico na data base de 31/12/2010 e o valor do laudo de avaliação homologado pela ANEEL.

c3) os efeitos dessa reavaliação regulatória compulsória deverão ser refletidas no exercício de 2011, independentemente de a empresa ter implementado o controle patrimonial nos moldes da Resolução 367/09.

c4) O novo valor contabilizado será atualizado somente na ocasião da revisão tarifária conforme a data da revisão de cada empresa.

O artigo 3º da Resolução ANEEL 396/10, as concessionárias e permissionárias de serviço público de distribuição de energia elétrica registrarão contabilmente, a título de reavaliação regulatória compulsória, o montante decorrente da diferença entre o valor contábil e o Valor Novo de Reposição – VNR do Ativo Imobilizado em Serviço – AIS, ajustado pela respectiva depreciação acumulada, decorrente da reavaliação regulatória compulsória efetuada, nos termos da legislação regulatória, em decorrência da última Revisão Tarifária anterior e dos ciclos seguintes, a débito e a crédito das contas contábeis do subgrupo de Ativo Imobilizado e do subgrupo Obrigações Vinculadas ao Serviço Público de Energia Elétrica (Obrigações Especiais), respectivamente, de acordo com a natureza do saldo de cada conta, em contrapartida da conta contábil específica do subgrupo do Patrimônio Líquido – Reserva de Reavaliação, líquido dos efeitos tributários.

De acordo com o § 4º, do art. 2º, da REN 396/10, os efeitos da aplicação da ICPC 01 deverão ser anulados para fins regulatórios. Para suportar os lançamentos contábeis necessários ao atendimento das normas societárias, a ANEEL previu a criação de contas contábeis em registro suplementar após o 4º grau, sendo algumas contas retificadoras. Empresas do setor estiveram na ANEEL para apresentar alternativas para atendimento do objetivo da norma.

As empresas apresentaram ferramentas disponíveis em seus sistemas para atender ao disposto na norma, sem ter que fazer os lançamentos contábeis previstos no art. 2º. Da forma apresentada, seria possível ter livros e registros contábeis que atendessem simultaneamente tanto a legislação fiscal, quanto a societária e regulatória, sem ter que necessariamente fazer registros contábeis entre os subsistemas mencionados.

Considerando as possibilidades apresentadas, e que o foco é a anulação dos efeitos da aplicação da ICPC 01, resolveu-se flexibilizar o procedimento contábil para os agentes que possuem sistemas informatizados mais avançados, com ferramentas que possibilitam atender ao objetivo da norma de maneira diferente do estabelecido no texto da resolução, desde que preservem todas as informações necessárias para atendimento ao órgão regulador.

De acordo com o artigo 7º da Resolução ANEEL 396/10, ficam instituídas as Demonstrações Contábeis Regulatórias – DCR, cujo modelo será estabelecido pela ANEEL, bem como os livros contábeis auxiliares regulatórios, de adoção obrigatória pelas concessionárias e permissionárias de serviço público de transmissão e de distribuição de energia elétrica, sendo eles o Livro Diário Auxiliar Regulatório e Livro Razão Auxiliar Regulatório. Os livros auxiliares são mantidos em arquivos eletrônicos a serem disponibilizados sempre que solicitados pelo Órgão Regulador

Nas Demonstrações Contábeis Regulatórias, além das notas explicativas específicas a serem estabelecidas pela ANEEL, deverá ser inserida nota explicativa demonstrando a conciliação entre o resultado apresentado na Demonstração de Resultado do Exercício – DRE, para fins societários e o resultado apresentado na Demonstração Regulatória do Resultado do Exercício – DRRE, bem como a conciliação entre os saldos apresentados dos grupos e subgrupos de contas que compõe o balanço patrimonial societário e o regulatório, com as devidas explicações.

As Demonstrações Contábeis Regulatórias – DCR, que passam a fazer parte integrante da Prestação Anual de Contas – PAC, deverão ser encaminhadas devidamente assinadas pela diretoria em exercício e pelo contador responsável pela contabilidade da concessionária e permissionária de serviço público de energia elétrica, acompanhadas do relatório de auditoria

emitido por empresa de auditoria independente registrada na Comissão de Valores Mobiliários - CVM, mediante procedimento a ser definido pela Superintendência de Fiscalização Econômica e Financeira – SFF junto ao Instituto dos Auditores Independentes do Brasil - IBRACON.

As Demonstrações Contábeis Regulatórias – DCR deverão ser auditadas pela mesma empresa que auditar as Demonstrações Contábeis para fins societários.

A Resolução 396/10 em seu art. 7º instituiu as Demonstrações Contábeis Regulatórias, com previsão da ANEEL de estabelecer os modelos. Quanto ao modelo do Balanço Patrimonial Regulatório, informa-se que não houve modificação quanto à estrutura já existente no MCSE. A ANEEL promoverá uma revisão detalhada do MCSE o que resultará na reformulação do elenco de contas, técnicas de funcionamento, instruções gerais e contábeis, dentre outras modificações. Essas alterações visam adequá-lo na medida do possível à estrutura de contas estabelecida pela Lei 6.404/76 com alterações promovidas pela Lei 11.638/07.

Para elaboração do Balancete Mensal Padronizado deverá ser observada a estrutura prevista no item 7.1 Elenco de Contas do MCSE, com o reconhecimento do ativo fixo no subgrupo 132 Ativo Imobilizado, bem como o reconhecimento dos ativos e passivos regulatórios. Quanto à elaboração e divulgação do Balanço Patrimonial Regulatório deverá ser observada a estrutura estabelecida no Anexo II. Deve ser observada ainda a orientação contida no item 3.5 deste Despacho que trata do registro da reavaliação regulatória compulsória.

Quanto à Demonstração do Resultado do Exercício Regulatória, houve mudanças na sua forma de apresentação conforme consta no Anexo II do Despacho. O novo modelo tem como propósito a divulgação do resultado num formato que espelhe a estrutura tarifária, segregando em resultado antes e após os custos gerenciáveis, permitindo análise comparativa entre o resultado obtido e a tarifa concedida.

O art. 7º, § 2º, da REN 396/10, estabeleceu a obrigatoriedade de apresentação de notas explicativas específicas a serem estabelecidas pela ANEEL e nota explicativa que demonstre a conciliação entre o resultado apurado na DRE societária e DRE regulatória, bem como conciliação entre os saldos dos grupos e subgrupos de contas que compõem o balanço patrimonial societário e regulatório.

Em atendimento ao previsto no § 3º do art. 7º da REN 396/10, definiram-se os procedimentos de auditoria para as Demonstrações Contábeis Regulatórias. Tais procedimentos de auditoria a serem observados pelos auditores independentes encontram-se detalhados no Manual de Auditoria das Demonstrações Contábeis Regulatórias, disponível endereço

eletrônico www.ANEEL.gov.br (Página Inicial Informações Técnicas Fiscalização Econômico-Financeira). Ressalta-se que a auditoria das Demonstrações Contábeis Regulatórias deverá ser realizada pela mesma empresa que auditar as Demonstrações Contábeis Societárias, conforme consta no § 4º do art. 7º da norma.

Para elaboração do Relatório de Auditoria, o auditor deverá observar as orientações contidas na NBC TSC 4400 – Trabalhos de Procedimentos Previamente Acordados Sobre Informações Financeiras.

O Comunicado do IBRACON 04/2012 estabeleceu orientações aos auditores independentes, quanto aos trabalhos de aplicação de procedimentos previamente acordados para atendimento aos requerimentos específicos do Despacho 4.991, e Ofício 507/12 da Superintendência de Fiscalização Econômica e Financeira – SFF, da Agência Nacional de Energia Elétrica - ANEEL, publicado em 29 de dezembro de 2011 e 16 de maio de 2012, respectivamente, relativo ao Manual de Orientação dos Trabalhos de Auditoria das Demonstrações Contábeis Regulatórias, cuja obrigatoriedade de apresentação foi estabelecida pela Resolução ANEEL 396, de 23 de fevereiro de 2010. Este Comunicado Técnico orienta os auditores independentes quanto aos procedimentos a serem executados e outros temas, incluindo o modelo de relatório a ser emitido como resultado do trabalho que será utilizado como suporte aos procedimentos de fiscalização conduzidos pela ANEEL para fins de validação das demonstrações contábeis regulatórias.

A partir das contribuições recebidas, optou-se para o exercício de 2018 a disponibilização apenas das informações referentes aos Balanços Patrimoniais e Demonstrações dos Resultados dos Exercícios, regulatório e societário, juntamente com as notas explicativas e regulatórias. Tais informações somente serão disponibilizadas na Central após sua divulgação pelos agentes ao mercado.

Assim, o contexto colocado evidencia a forma com que o processo de desenvolvimento da contabilidade regulatória partiu de demandas regulatórias não supridas pelas normas de contabilidade societária aplicadas. Tendo isso em vista, o referencial teórico apresentado leva à hipótese de que informações desenvolvidas com o objetivo específico de atender ao regulador serão mais precisas em análises propostas pelo próprio regulador no cumprimento das suas funções do que as informações societárias. Porém para garantir que essa hipótese se consolida na prática, o presente trabalho percorrerá o caminho da análise comparativa entre o cumprimento das regras regulatórias e o desempenho das concessionárias em relação aos indicadores de monitoramento econômico-financeiros propostos pela ANEEL.

2.6 MONITORAMENTO ECONÔMICO-FINANCEIRO

Como forma de garantir que as empresas prestadoras do serviço público de distribuição de energia elétrica não apresentarão dificuldades financeiras na sua gestão que comprometam a continuidade e qualidade do serviço, a ANEEL desenvolveu de maneira sistemática, uma métrica de avaliação da situação econômico-financeira das concessionárias.

Esse mecanismo, partiu do debate realizado na Consulta Pública 015/2014, que resultou na Nota Técnica 111/2016, de 29 de junho de 2016, evidenciando que, a necessidade de sistematização do monitoramento econômico-financeiro realizado pela ANEEL decorre, entre outros fatores, da possível relação entre as dimensões econômico-financeira e operacional.

Tais desenvolvimentos iniciaram-se no ano de 2007, quando, por meio da Nota Técnica 380/2007-SFF/ANEEL, iniciou um processo de “Aprimoramento do Monitoramento do Desempenho da Gestão Econômico-Financeira das Concessionárias de Serviço Público de Energia Elétrica”, instituindo novas ferramentas para esse fim.

A Agência produziu, em fevereiro de 2008, o primeiro relatório do “Panorama do Desempenho das Concessionárias de Distribuição”, com base no período de referência entre janeiro a novembro de 2007. Desde então, tem-se produzido uma série de estudos específicos e os discutidos no âmbito da ANEEL.

Com base na experiência acumulada, referidas metodologia e ferramenta têm sido aprimoradas, e, em paralelo, a ANEEL também passou a produzir relatórios aprofundados específicos para determinadas concessionárias, especialmente distribuidoras. Esses relatórios já subsidiaram uma série de ações da Agência, como a declaração de intervenção em concessionárias de distribuição e a emissão de ofícios demandando providências de distribuidoras em situação financeira desfavorável (ANEEL, 2014).

O tema foi debatido com a sociedade no âmbito da Audiência Pública 48/2011, subsidiando a elaboração da citada REN 532/2013, que disciplina a constituição de garantias por agentes do Setor Elétrico em financiamentos e empréstimos. Referidos avanços, somados à troca de experiências com agentes e com outras instituições relacionadas, fizeram com que a ANEEL vislumbasse a necessidade de tornar público, em grande medida, a percepção da Agência sobre as distribuidoras.

Nessa linha de aprimoramento, a Agência conduziu ao longo de 2014 diversos estudos e um processo de diálogo com públicos específicos, compreendendo reuniões de intercâmbio

técnico com: (i) a Comissão de Valores Mobiliários (CVM); (ii) os bancos públicos nacionais, compreendendo o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e a Caixa Econômica Federal (CEF); (iii) a Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda (SEAE); (iv) o Banco Central do Brasil (BACEN); (v) o Grupo de Estudos do Setor Elétrico (GESEL/UFRJ); (vi) analistas financeiros de bancos de investimentos; (vii) o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e; (viii) agências de classificação de risco, contemplando a *Standard & Poor's*, a *Moody's* e a *Fitch Ratings*.

Após a 1ª fase da Contribuição Pública 15/2014 que se encerrou em 23/02/2015, a ANEEL recebeu a incumbência de subsidiar o Poder Concedente quanto às tratativas da prorrogação das concessões de distribuição, que venceriam entre 2015 e 2017, de acordo com o Decreto 8.461/2015 que regulamentou a prorrogação das concessões de distribuição de energia elétrica de que trata o art. 7º da Lei 12.783/2013 por 30 (trinta) anos.

De acordo com as diretrizes do Decreto, os critérios que devem ser alcançados são: eficiência com relação à qualidade do serviço prestado, eficiência com relação à gestão econômico-financeira, racionalidade operacional e econômica e modicidade tarifária. Os critérios mencionados no parágrafo anterior deverão ser alcançados por meio de métricas de melhoria contínua num horizonte de cumprimento máximo de 5 (cinco) anos, contados a partir do ano civil subsequente à data de celebração do contrato.

De acordo com o § 5º do Art. 1º do Decreto 8461/2015, cabe à ANEEL apurar e dar publicidade ao cumprimento das metas estabelecidas no contrato. Neste contexto, a Agência se utiliza deste projeto de indicadores econômico-financeiro para apresentar o andamento dos objetivos. Concomitantemente, o Planejamento Estratégico da ANEEL consolida objetivos e iniciativas necessárias à melhoria de performance da Agência, tratando-se de instrumento direcionador para os planos operacionais da ANEEL.

Em 2015, houve revisão do Planejamento Estratégico, tendo em vista a edição da Resolução Normativa ANEEL 645/2014, que inseriu ajustes na estrutura organizacional da Agência. Foram revisadas iniciativas e indicadores estratégicos para integrar esforços e buscar sinergia. O esforço resultou na ampliação de iniciativas e indicadores para o monitoramento do cumprimento do plano.

Dentre estas iniciativas, houve o OE7 – Objetivo Estratégico 7 - Aprimorar os mecanismos para promoção do equilíbrio econômico financeiro do setor. Dessa forma, o Planejamento Estratégico elencou indicadores econômico-financeiros, os quais serão calculados a partir deste projeto de indicadores econômico-financeiro para apresentá-los.

A Nota Técnica 353/2014-SFF/ANEEL levada à Consulta Pública realizou um estudo teórico exaustivo compreendendo: (i) a situação financeira (capacidade de pagamento de dívida, geração de caixa, necessidade de investimentos, entre outros); (ii) a relação desta com a qualidade do serviço prestado; (iii) a importância da transparência de informações das concessionárias que prestam serviço público e; (iv) a experiência nacional e internacional de órgãos reguladores.

Em resumo, fica demonstrada a intenção da agência de direcionar-se a um novo modelo de fiscalização, focada em uma ação preventiva, que evite o risco de degradação do serviço regulado. Assim, desenvolveu indicadores econômico-financeiros das concessionárias de distribuição de energia elétrica a serem monitorados, tornando-os dados fundamentais do trabalho de fiscalização da gestão econômico-financeira.

A análise de indicadores, principalmente os que visam quantificar dimensão do nível de endividamento, tem o objetivo geral de analisar se a distribuidora tende a apresentar, no médio prazo, uma situação de dificuldade na gestão da concessão. Porém, na prática não há ações automáticas do Órgão Regulador com base nos resultados dos indicadores desenvolvidos, estes, por si sós, constituem apenas um sinal de alerta. Porém, a partir dessa informação, a Agência busca aprofundar as análises, identificando se a empresa, de fato, apresenta uma situação de dificuldade e, em caso positivo, se ela essa dificuldade é transitória ou estrutural (ANEEL, 2014).

Dessa forma, a análise das demais dimensões, além do endividamento, atuam de maneira complementar, ou seja, análises de eficiência, investimentos, rentabilidade, retorno ao acionista e operacional são realizadas para se obter uma visão mais completa da situação da empresa. De todo modo, é importante também analisar qualitativamente outros aspectos não abrangidos pelos indicadores (como o acionista controlador) e as perspectivas futuras, uma vez que o futuro pode não reproduzir o passado, de forma que a Agência possa tomar medidas preventivas. Entre os exemplos desses aspectos estão uma eventual mudança setorial, a transferência de controle societário de uma distribuidora para um controlador que possua uma capacidade gerencial e/ou uma situação financeira distinta do anterior ou a iminência de uma RTE / RTP que produza efeitos significativos na rentabilidade.

A metodologia adotada pela ANEEL foi descrita na Nota Técnica 111/2016, de 29 de junho de 2016. De acordo com a agência, foram considerados indicadores mais relevantes de finanças corporativas reforçados pelas variáveis regulatórias que proporcionam uma melhor visão das concessionárias.

Essa metodologia foi aperfeiçoada pelas contribuições, reuniões técnicas com diversas instituições (bancos de investimento e de fomento, agências de *rating*, órgãos de regulação e de fiscalização, agentes regulados, entidades de pesquisa e classe de consumidores), processo de renovação de concessões e aprofundamento de discussões internas. A Agência selecionou 7 (sete) indicadores, descritos a seguir:

Fórmula 1 – Endividamento

$$\frac{\text{Dívida Líquida Regulatória}}{\text{EBITDA Ajustado UDM} - \text{QRR UDM}}$$

Para a perspectiva de endividamento, a ANEEL relacionou apenas um indicador por entender que é o mais completo em termos de sustentabilidade da concessionária, ao avaliar a capacidade de honrar compromissos das distribuidoras, priorizando três variáveis principais: endividamento, geração de caixa e investimentos mínimos.

Fórmula 2 – Eficiência

$$\frac{\text{EBITDA Ajustado UDM}}{\text{Parcela "B" Regulatória UDM}}$$

Fórmula 3 – Eficiência em Despesas

$$\frac{\text{PMSO Ajustado UDM}}{\text{PMSO Regulatório UDM}}$$

Os números de eficiência são relevantes no entendimento de grande parte dos demais indicadores. Em princípio e ainda que indiretamente, o controle de dívida, a realização de investimentos, a remuneração do capital, a distribuição de resultados e até a qualidade do serviço ocorrem, em regra, quando a distribuidora tem eficiência nos gastos e geração de caixa positiva. Na maior parte dos casos, as dificuldades financeiras das distribuidoras decorrem da baixa eficiência na gestão das despesas da atividade (PMSO, perda de energia excedente à regulatória e sub e sobrecontratação de energia não repassáveis à tarifa) do que no volume de dívida, até porque, normalmente, este é consequência de despesas ineficientes.

Fórmula 4 – Investimentos

$$\frac{\text{CAPEX U4A}}{\text{QRR U4A}} - 1$$

A análise de investimentos é relevante para o regulador, pois eles estão intrinsicamente relacionados com a qualidade do serviço. Para fins dos indicadores econômico-financeiros, o foco principal se dará sobre os investimentos realizados com capital próprio em comparação com os necessários para a manutenção da qualidade corrente, isto é, o CAPEX de manutenção, em tese (ou CapManEx – *Capital Maintenance Expenditures*). A melhor *proxy* para estimar a necessidade mínima é a despesa de depreciação regulatória (Quota de Reintegração Regulatória – QRR).

Desse modo, caso a distribuidora esteja cumprindo as metas regulatórias de qualidade, é razoável supor que investimentos da ordem da sua despesa de depreciação seriam suficientes para manter essa condição. Por outro lado, caso a distribuidora esteja melhor que as metas regulatórias, é razoável supor que ela tenha alguma flexibilidade nos anos seguintes, mas também uma eventual redução em suas bases de remuneração.

Em outra possibilidade, se a empresa se encontrar aquém das metas regulatórias de qualidade, é razoável supor que ela precisará investir um valor superior à sua despesa de depreciação. No entanto, os investimentos incrementais tendem a melhorar seu EBITDA no futuro (redução de multas, compensações, incremento da base de remuneração e, no caso de redução de perdas comerciais e/ou dos investimentos de expansão, aumentar seu mercado).

Por fim, o modelo tarifário concede um incentivo econômico para as distribuidoras focarem seus investimentos na véspera da revisão tarifária. Desse modo, a comparação das distribuidoras em um dado ano seria prejudicada pelo diferente momento do ciclo em que cada empresa se encontra. Por essa razão, a fórmula contempla os últimos 4 (quatro) anos para minimizar o efeito do desincentivo econômico.

Fórmula 5 – Rentabilidade sobre Base de Ativos

$$\frac{\text{EBIT Ajustado UDM} - \text{EBIT Regulatório}}{\text{Base Blindada} + \text{Base Incremental}}$$

Fórmula 6 – Rentabilidade

$$\frac{\text{Set Constituição}}{\text{EBITDA Regulatório UDM}}$$

É relevante que o regulador avalie a rentabilidade final das distribuidoras, tendo em vista que uma baixa rentabilidade pode prenunciar reduções nos níveis de investimento e nas despesas com manutenção, bem como na elevação do endividamento.

Para a aferição das Bases de Remuneração Líquida, nos anos em que não há RTP, será considerada a BRL na data base de seis meses antes da data da RTP (prazo em que os investimentos incrementais são incorporados às tarifas) e deslocada para o final do último trimestre mais próximo (em vista de que só há disponibilidade de capex em bases trimestrais). A partir desse deslocamento, haverá correção monetária ao IGP-M pelos 12 (doze) meses seguintes, redução pela QRR, incremento pelos investimentos e, assim, sucessivamente para os anos seguintes.

Após a definição das BRLs, efetuar-se o mesmo cálculo pro-rata das rubricas regulatórias exposto anteriormente (III.2. Da atualização e comparação dos valores regulatórios com os realizados).

Também se tem o objetivo de averiguar o quanto da geração de caixa dada na tarifa está comprometida por custos não gerenciáveis e ainda não considerados na tarifa. Dessa forma, uma empresa pode até aparentar estar em boas condições em vista de os indicadores utilizarem o regime de competência, mas efetivamente, pode estar ocorrendo um déficit de caixa temporário motivado por uma elevação abrupta dos custos não controláveis.

Fórmula 7 – Retorno do Acionista

$$\frac{\text{Proventos UDM}}{\text{BRL Capital Próprio}}$$

Para fins de fiscalização do equilíbrio econômico e financeiro, importa monitorar o retorno ao acionista das concessionárias que registram uma elevada alavancagem financeira ou um significativo descumprimento das metas regulatórias de qualidade, uma vez que existe o risco de uma inversão de prioridades da gestão, no sentido de remunerar o acionista à custa da qualidade do serviço.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A presente pesquisa visa descrever as características de determinadas populações ou fenômenos. Em relação aos procedimentos trata-se de uma pesquisa bibliográfica e documental, quanto aos objetivos descritiva, explicativa e exploratória. Em relação à abordagem do problema de pesquisa trata-se de pesquisa quantitativa (Gil, 2002).

Para o cumprimento do objetivo geral, de explorar a utilização das demonstrações contábeis regulatórias em análises financeiras baseadas em indicadores de monitoramento do

equilíbrio econômico-financeiro das concessionárias do setor de distribuição de energia elétrica, o, relacionando-os com aspectos de Governança Corporativa, realizou-se as etapas descritas no fluxograma:

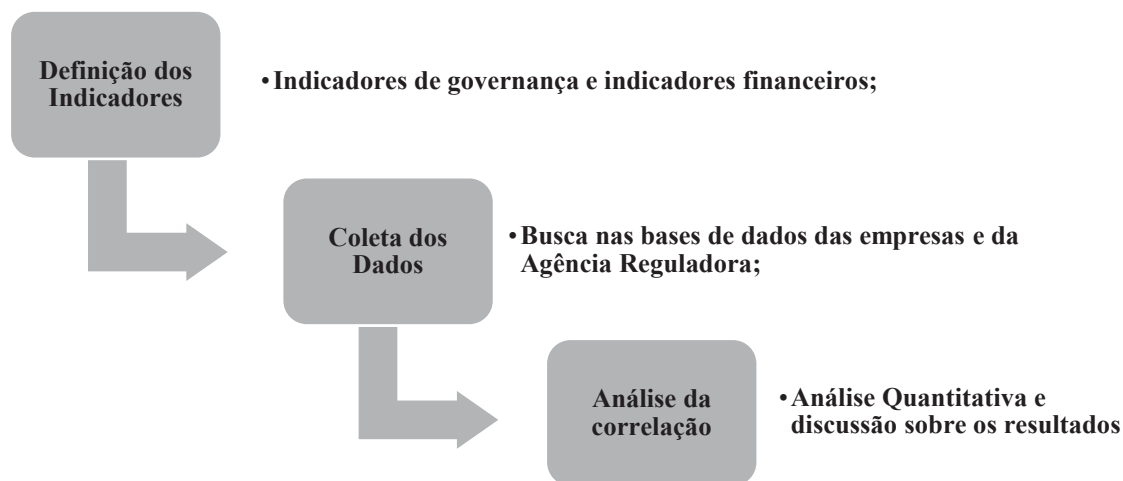


Figura 3. Diagrama das etapas metodológicas realizadas.

Fonte: O autor (2020)

Para definição da população a ser analisada, levamos em conta o universo total de 63 distribuidoras de energia elétrica no Brasil. Porém, notamos que existem algumas empresas que não estão contempladas nos relatórios de monitoramento do equilíbrio econômico-financeiro da ANEEL, assim, por conta da ausência de dados, dez empresas foram retiradas do estudo.

Dessa forma, o presente trabalho contemplou 53 concessionárias do setor de distribuição de energia elétrica, identificadas na Tabela 2:

Tabela 2

Empresas listadas do setor de distribuição de energia elétrica

ID	Empresa	Razão Social	UF	Controle
1	AmE	Razão Social	AM	Privado
2	Boa Vista	AmE - Amazonas Distribuidora de Energia S/A	RR	Privado
3	CEA	Boa Vista Energia S/A	AP	Estatual Estadual
4	CEAL	Companhia de Eletricidade do Amapá	AL	Privado
5	Ceb-Dis	Companhia Energética de Alagoas	DF	Estatual Estadual
6	CEEE-D	CEB Distribuição S/A	RS	Estatual Estadual
7	Celesc-Dis	Companhia Estadual de Distribuição de Energia Elétrica	SC	Estatual Estadual
8	Celpe	Celesc Distribuição S/A	PA	Privado
9	Celpe	Centrais Elétricas do Pará S/A	PE	Privado
10	Cemar	Companhia Energética de Pernambuco	MA	Privado
11	Cemig-D	Companhia Energética do Maranhão	MG	Estatual Estadual
12	Cepisa	CEMIG Distribuição S/A	PI	Privado
13	Ceron	Companhia Energética do Piauí	RO	Privado
14	Chesp	Centrais Elétricas de Rondônia S/A	GO	Privado

15	Cocel	Companhia Hidroelétrica São Patrício	PR	Estatual Municipal
16	Coelba	Companhia Campolarguense de Energia	BA	Privado
17	Cooperal.	Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia	SC	Privado
18	Copel-Dis	Cooperativa Aliança	PR	Estatual Estadual
19	Cosern	Copel Distribuição S/A	RN	Privado
20	CPFL Jaguari'	Companhia Energética do Rio Grande do Norte	SP	Privado
21	CPFL Paulista	Companhia Jaguari de Energia	SP	Privado
22	CPFL Pirat.	Companhia Paulista de Força e Luz	SP	Privado
23	Demei	Companhia Piratininga de Força e Luz	RS	Estatual Municipal
24	DMED	Departamento Municipal de Energia de Ijuí	MG	Estatual Municipal
25	EBO	DME Distribuição S/A	PB	Privado
26	EDP ES	Energisa Borborema – Distribuidora de Energia S/A	ES	Privado
27	EDP SP	Espírito Santo Distribuição de Energia S/A	SP	Privado
28	Elektro	São Paulo Distribuição de Energia S/A	SP/MS	Privado
29	Eletroacre	Elektro Redes S/A	AC	Privado
30	Eletrocar	Companhia de Eletricidade do Acre	RS	Estatual Municipal
31	EMG	Centrais Elétricas de Carazinho S/A	MG	Privado
32	SEM	Energisa Minas Gerais - Distribuidora de Energia S/A	MS	Privado
33	EMT	Energisa Mato Grosso - Distribuidora de Energia S/A	MT	Privado
34	Enel CE	Enel Distribuição Ceará S/A	CE	Privado
35	Enel GO	Enel Distribuição Goiás S/A	GO	Privado
36	Enel RJ	Enel Distribuição Rio S/A	RJ	Privado
37	Enel SP	Enel Distribuição São Paulo S/A	SP	Privado
38	ENF	Energisa Nova Friburgo - Distribuidora de Energia S/A	RJ	Privado
39	EPB	Energisa Paraíba - Distribuidora de Energia	PB	Privado
40	ESSE	Energisa Sergipe - Distribuidora de Energia S/A	SE	Privado
41	ESS'	Energisa Sul Sudeste - Distribuidora de Energia S/A	SP	Privado
42	ETO	Energisa Celtins - Distribuidora de Energia S/A	TO	Privado
43	Forcel	Força e Luz Coronel Vivida Ltda	PR	Privado
44	Hidropan	Hidroelétrica Panambi S/A	RS	Privado
45	Iguaçu	Iguaçu Distribuidora de Energia Elétrica Ltda	SC	Privado
46	João Cesa	Empresa Força e Luz João Cesa Ltda	SC	Privado
47	Light SESA	Light Serviços de Eletricidade S/A	RJ	Estatual Estadual
48	Muxenergia	Muxfeldt Marin & Cia. Ltda	RS	Privado
49	RGE Sul'	RGE Sul Distribuidora de Energia S/A	RS	Privado
50	Santa Maria	Empresa Luz e Força Santa Maria S/A	ES	Privado
51	Sulgipe	Companhia Sul Sergipana de Eletricidade	SE	Privado
52	Uhenpal	Usina Hidroelétrica Nova Palma Ltda.	RS	Privado
53	Urussanga	Empresa Força e Luz Urussanga Ltda	SC	Privado

Nota. Fonte: ANEEL (2018)

Foram colhidas as informações contábeis regulatórias dessas concessionárias de distribuição de energia elétrica na base de dados da Agência Nacional de Energia Elétrica e Comissão de Valores Mobiliários. O período utilizado nas análises foi o ano de 2018. Os dados colhidos foram colocados em uma base de dados padronizada em Excel, para posterior consolidação e cálculo dos indicadores propostos.

A análise a quantitativa foi realizada por meio da aplicação da técnica de árvores de classificação e regressão (*classification and regression trees* – CART) no software *TreePlus*,

com objetivo de relacionar a governança corporativa das empresas analisadas com a sua situação econômico-financeira apurada pela ANEEL nos cálculos de indicadores de monitoramento do equilíbrio da concessão.

As árvores de classificação e regressão buscam explicar as variações entre os dados utilizando um processo sequencial que divide as variáveis independentes criando grupos homogêneos, ou mutualmente exclusivos, de dados.

No presente estudo, a seleção das árvores finais foi realizada utilizando a técnica de validação cruzada, onde foram selecionadas as “melhores árvores” de acordo com a regra que determina a escolha da árvore com um alto nível de explicação e com o menor número de folhas ($\pm 1SE$).

Para fins de definição da variável do nível de governança, foi levado em conta as cinco dimensões apresentadas pela Teoria da Agência: composição do conselho de administração, estrutura de propriedade e de controle, compensação aos gestores, proteção aos acionistas minoritários e transparência das informações publicadas (Bernardino et al., 2015). O índice foi definido por meio de respostas “sim” ou “não” a cada uma das empresas analisadas para as seguintes perguntas:

1. Possui Conselho de Administração?
2. Empresa de Capital Aberto?
3. Possui Informações sobre Governança Corporativa/Relação com Investidores?
4. Entrega Informações Financeiras para a ANEEL?
5. Informações Financeiras entregues para a ANEEL são completas?

Cada resposta sim equivale a 1 (um) ponto para a empresa. Portanto, o índice de Governança Corporativa é uma variável apresentada de 0 (zero) a 5 (cinco), a qual quanto maior o valor, melhor o nível de governança da empresa. Essa variável foi relacionada individualmente aos indicadores econômico-financeiro monitorados pela ANEEL.

H_0 - A hipótese principal deste estudo: **é que há uma relação entre um maior nível de Governança Corporativa em informações regulatórias e indicadores positivos de equilíbrio econômico-financeiro**. Tal hipótese encontra base em estudos anteriores similares que apontam para a existência da relação positiva entre Governança Corporativa e desempenho financeiro nas organizações do setor elétrico brasileiro, tais como: Peixoto, Amaral, Correia & Neves (2013) e Macedo e Corrar (2012).

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO

Inicialmente, para verificar o comportamento da variável nível de governança em relação a características das empresas analisadas, foi realizada uma CART univariada, ou seja, somente uma variável dependente. Assim, foi apurada a interação entre o índice de Governança Corporativa (IndGov) tratado com uma variável dependente e as seguintes variáveis de controle, tratadas como independentes: número de clientes (NC), mercado (MERC) e receita bruta (RB). Para a primeira CART, a análise identificou a importância das variáveis independentes.

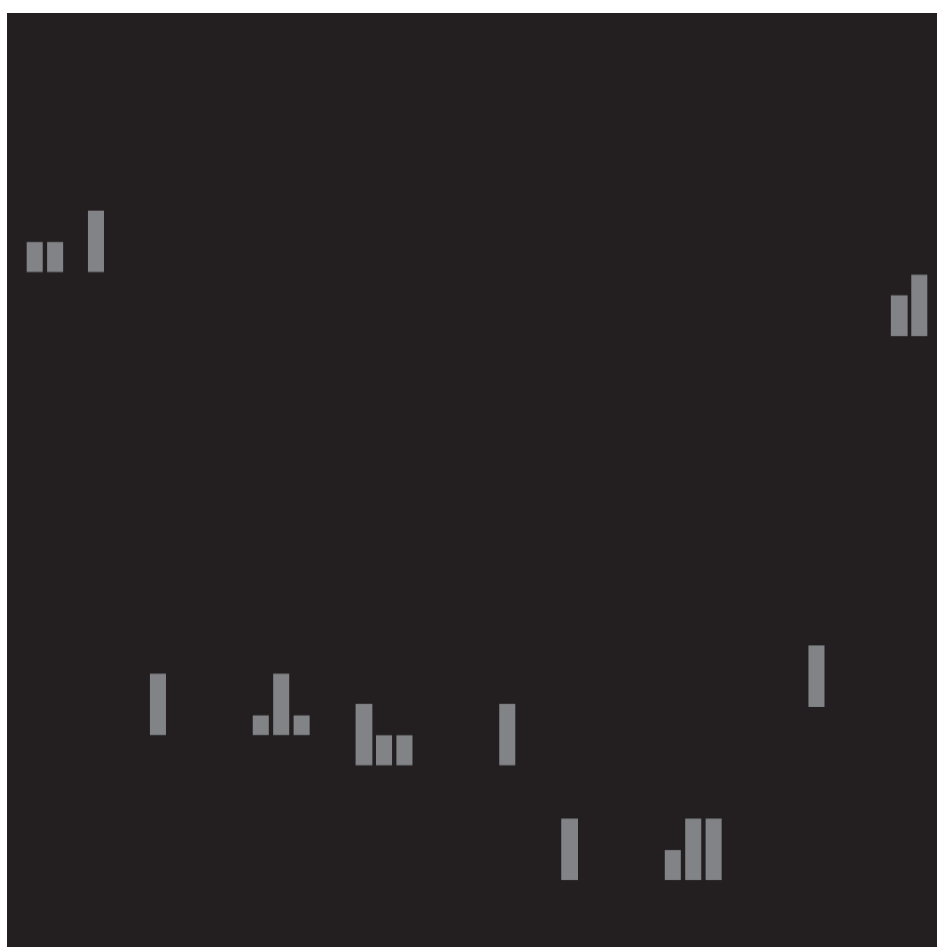


Figura 4. Árvore de classificação e regressão para as variáveis independentes número de clientes (NC), mercado (MERC) e receita bruta (não demonstrada na árvore) com relação ao índice de Governança Corporativa (IndGov).
Fonte: O autor (2020)

A árvore de classificação que descreve a interação entre as **variáveis independentes** número de clientes, mercado e receita bruta com a **variável dependente** índice de governança apresentou uma Variabilidade Explicada razoável, de 61,1% dos dados, ou seja, o modelo conseguiu organizar os dados em grupos homogêneos que explicam 61,1% dos dados

analisados. A variável independente com maior importância no modelo foi o (i) Número de Clientes (100%) seguida pela (ii) Mercado (86,6%) e a (iii) Receita Bruta (69,4%).

Ainda na Figura 4, a primeira divisão da árvore, parte superior, separou as empresas pelo tamanho do mercado, no qual as empresas com mercado abaixo e acima de 83,5 formaram dois grupos mutualmente exclusivos, demonstrando que a variável MERC possui influência na variável dependente IndGov.

Do lado esquerdo, 4 empresas foram agrupadas as empresas com o mercado abaixo de 83,5 com uma média de IndGov de 3.5. Do lado direito da árvore 49 empresas, foram agrupadas as empresas que têm MERC acima de 83,5. Para essas empresas, as que apresentaram MERC acima de 26.000 apresentaram altos níveis de IndGoV com uma média de 4.6, evidenciando que empresas maiores do ponto de vista de MERC e NC, possui um maior nível de governança.

Houve também uma interação com as variáveis MERC e NC, onde para as empresas com MERC abaixo de 26.390 foram separadas em dois grupos homogêneos, as empresas com um número de clientes acima e abaixo de 1.419. No entanto, apesar de formar grupos mutualmente exclusivos (representados nas folhas subsequentes), a média de IndGov das empresas com NC acima e baixo de 1.419 foi de aproximadamente 4.

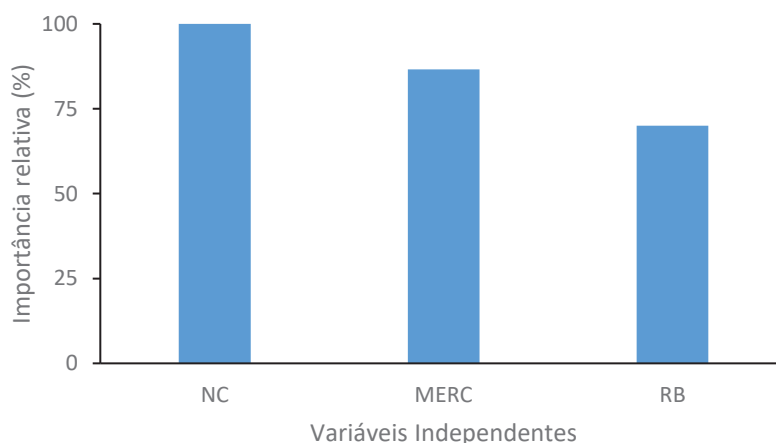


Figura 5. Importância das variáveis independentes número de clientes (NC), mercado (MERC) e receita bruta (RB), derivada da análise CART.

Fonte: O autor (2020)

De acordo com Chhaochharia e Laeven (2009) o procedimento de aplicação de boas práticas de Governança Corporativa faz-se oneroso para a organização, sendo esse um dos motivos pelos quais muitas firmas optam por não incorporar a elas ou seguir somente dentro das imposições mencionadas na legislação. Tal colocação, alinha-se ao fato de empresas com uma estrutura organizacional menor, atendendo a menos clientes, possuírem um menor Nível de Governança.

4.1 ENDIVIDAMENTO

Posteriormente, na segunda análise, foram realizadas árvores CARTs para avaliar a interação da variável IndGov (independente) e os indicadores de monitoramento econômico-financeiro propostos (dependente), separadamente. Para a árvore do indicador de endividamento (indicador 1), calculado basicamente pela divisão da dívida líquida pela Ebitda menos Quota de Reintegração, foram removidas da análise as empresas cujo Ebitda apurado foi negativo, pois isso inviabiliza o cálculo do indicador. Com isso o número de empresas analisadas nessa CART é trinta e cinco (n=35). Para a árvore do indicador 3 os dados foram transformados por logaritmo, de modo a reduzir a grande assimetria causada pela alta variação do indicador e entre as empresas.

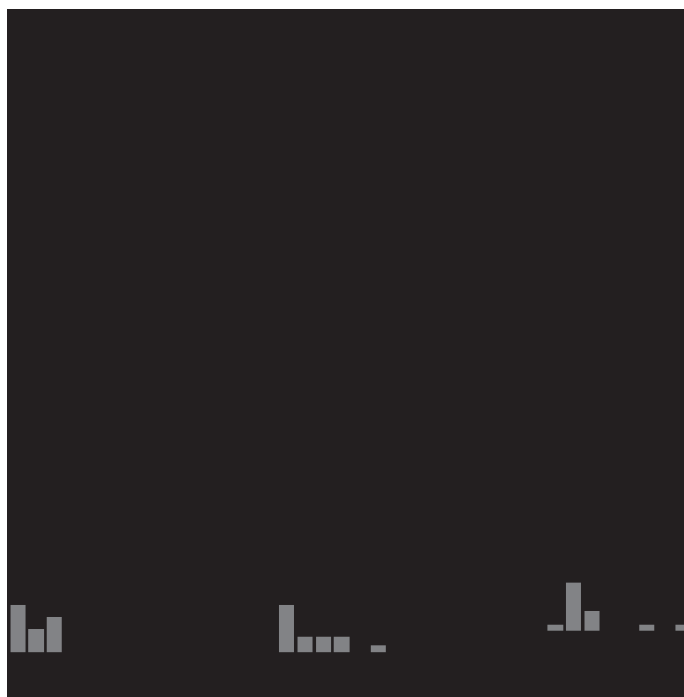


Figura 6. Árvore de classificação e regressão para a variável independente índice de governança (IndGov) com relação à variável dependente indicador 1.

Fonte: O autor (2020)

Essa árvore explicou 96,4% dos dados. Na Figura 6, a primeira divisão da árvore na parte superior separou as empresas com o IndGov 5 das demais empresas com IndGov 1, 3 e 4, demonstrando que há relação entre o Nível de Governança Corporativa e o indicador analisado.

No esquerdo da árvore, as empresas foram ainda divididas em: empresas com IndGov 1 e 3, com a média do indicador 1 de 4.56, e as empresas com IndGov 4 com a média do indicador 1 de 4.98. Para as empresas com o maior IndGov (5), do lado direito da árvore, a média do indicador 1 foi de 6.5.

A leitura dos resultados sugere que empresas com o maior índice de governança possuem um maior endividamento líquido. Esse resultado vai de encontro com a relação esperada de que empresas com maiores níveis de governança teriam um menor nível de endividamento.

Tal resultado pode ter relação com os benefícios que a governança corporativa oferece para companhias. Segundo Silveira (2010, p. 71), existem dois potenciais benefícios principais que a boa governança pode acarretar às empresas: os benefícios externos, associados à maior facilidade de captação de recursos e à redução do custo de capital; e os benefícios internos, vinculados ao aprimoramento do processo decisório na alta gestão.

Outra possível leitura desse resultado, tem parte com relação à exclusão das 18 empresas que apresentaram Ebitda negativo no período. Essas empresas possuem uma média de “3,72” no índice de governança, abaixo da média de “4” das 53 empresas do estudo.

4.2 EFICIÊNCIA DE PERFORMANCE

Na sequência, foi realizada a árvore de classificação que descreve a interação entre a variável IndGov e a variável dependente indicador de eficiência (indicador 2), explicou 95,2% dos dados (Figura 7). Na Figura 7, a primeira divisão da árvore na parte superior separou as empresas com o IndGov 5 das demais empresas (IndGov 1, 3 e 4), mais uma vez evidenciando que há relação entre o nível de governança e o indicador analisado.

No lado esquerdo da árvore, podem ser observadas as empresas que demonstraram o maior nível de IndGov (5) mas, no entanto, apresentaram os menores valores do indicador 2 (média de 0.00933). As empresas com IndGov abaixo de 4.5, representadas no lado direito da árvore, foram posteriormente separadas em dois grupos mutuamente exclusivos. As empresas com IndGov 4 (> 3.5) apresentaram uma média do indicador 2 de 0.249. As empresas com os menores níveis de IndGov (1 e 3) apresentaram os maiores valores do indicador 2, com uma média 0.336.

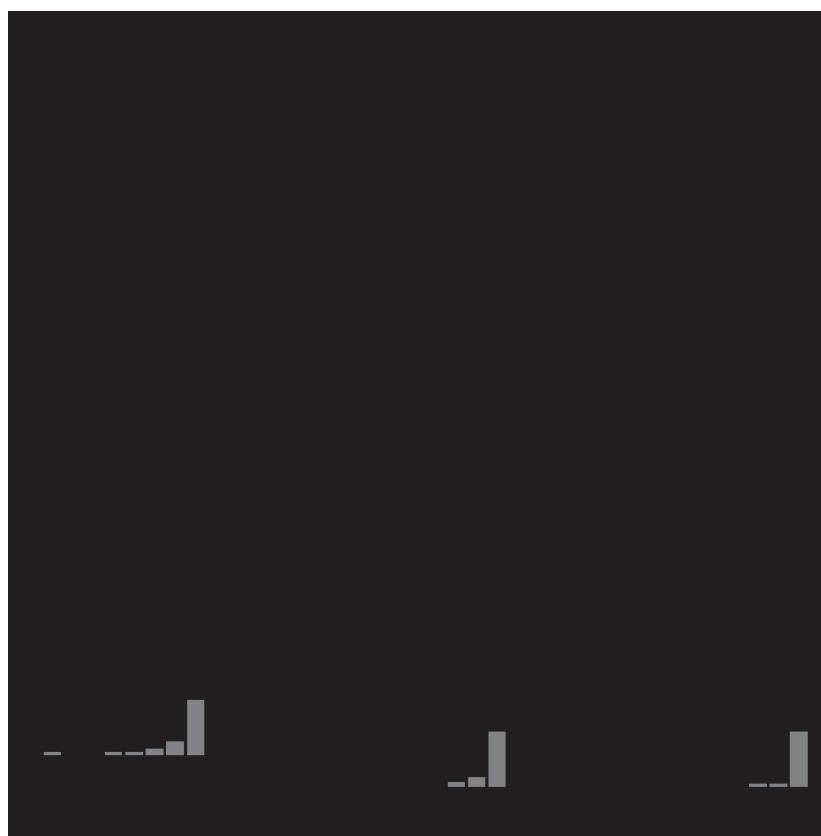


Figura 7. Árvore de classificação e regressão para a variável independente índice de governança (IndGov) com relação à variável dependente indicador 2.
Fonte: O autor (2020)

Interpretando a Figura 7, verifica-se que empresas com o maior nível de governança apresentaram um menor nível de eficiência no indicador analisado. Da mesma forma que o indicador 1, tal indicador é impactado quando as empresas apresentam o Ebitda negativo.

4.3 EFICIÊNCIA EM DESPESAS

A árvore de classificação que descreve a interação entre a variável independente IndGov e a variável dependente indicador de eficiência em custos e despesas (indicador 3), explicou 92,4% dos dados (Figura 8). Na Figura 8, a primeira divisão da árvore na parte superior separou as empresas com o IndGov 5 das empresas com o IndGov 1, 3 e 4. No lado esquerdo da árvore, as empresas com IndGov 5 formaram um grupo mutualmente exclusivo com a média do indicador 3 de 0.107 (Figura 8). Do lado direito da árvore, as empresas foram separadas em dois grupos mutualmente exclusivos, um grupo com as empresas com IndGov 4 e média do

indicador 3 de 0.408 e um grupo com empresas com IndGov 1 e 3 e média do indicador 3 de 0.567 (Figura 8).

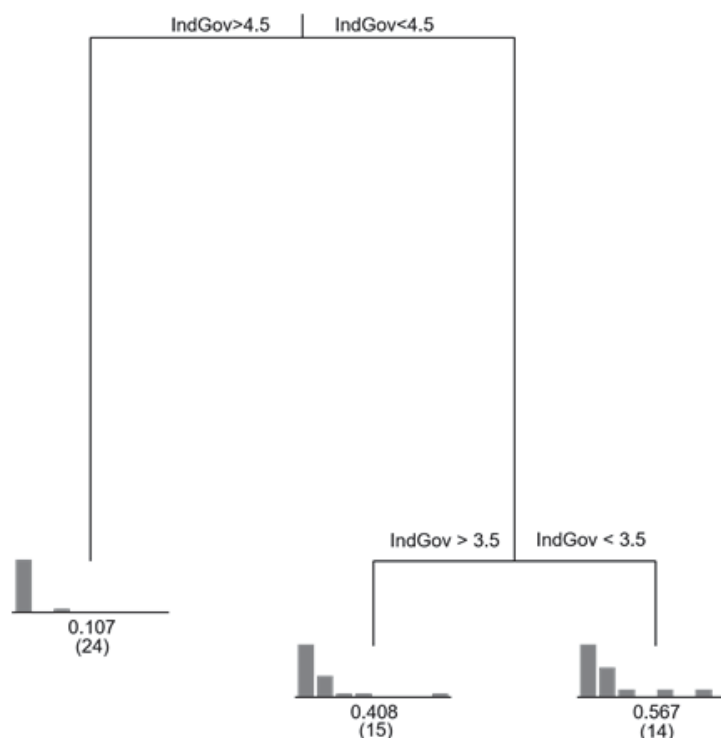


Figura 8. Árvore de classificação e regressão para a variável independente índice de governança (IndGov) com relação à variável dependente indicador 3.
Fonte: O autor (2020)

Assim, a análise da Figura 8 demonstra que empresas com o maior índice de governança conseguem ser mais eficientes que as empresas com menor índice quando analisada a relação entre custos e despesas regulatórias e reais.

4.4 INVESTIMENTOS

A árvore de classificação que descreve a interação entre a variável independente IndGov e a variável dependente indicador 4, explicou 98,7% dos dados (Figura 9). Na Figura 9, a primeira divisão da árvore na parte superior separou as empresas com o IndGov 4 e 5 das empresas com o IndGov 1 e 3. Do lado esquerdo da árvore, as empresas foram separadas em dois grupos mutuamente exclusivos, um grupo com as empresas com IndGov 4 e média do indicador 4 de 1.08 e um grupo com empresas com IndGov 5 e média do indicador 3 de 1.06 (Figura 9). No lado direito da árvore, as empresas com IndGov 1 e 3 formaram um grupo mutuamente exclusivo com a média do indicador 4 de 1.12 (Figura 9).

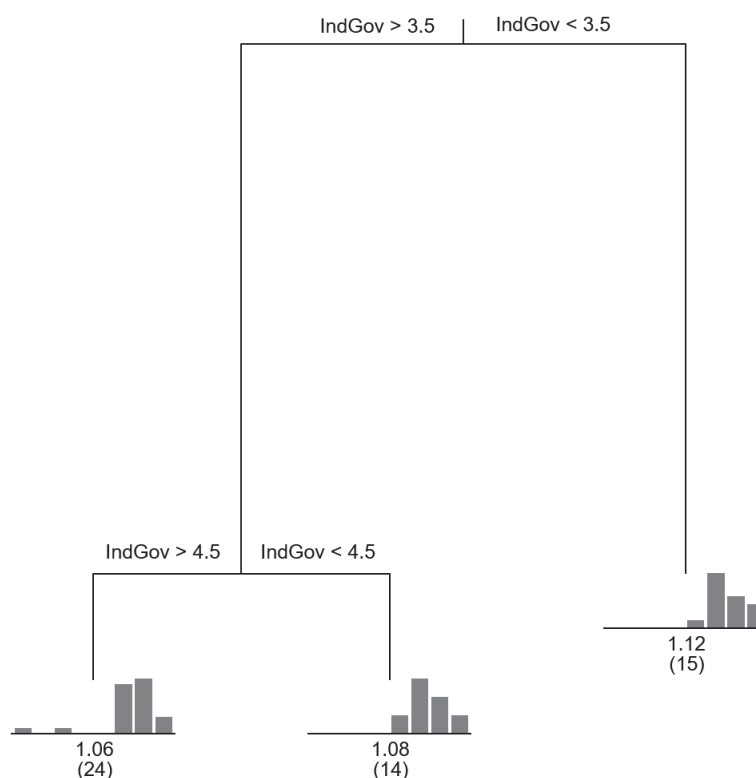


Figura 9. Árvore de classificação e regressão para a variável independente índice de governança (IndGov) com relação à variável dependente indicador 4.
Fonte: O autor (2020)

A Figura 9 demonstra que as empresas com menor nível de governança tem investido em níveis maiores que as empresas com maior nível de governança em relação ao seu investimento mínimo requerido. Isso pode ocorrer por conta da necessidade de universalização do serviço, que leva as empresas a uma necessidade maior de CAPEX ou pelo fato de que empresas com melhores controles sobre seus ativos, acabam apresentando uma menor necessidade de trocas, reforços e melhorias na sua rede.

4.5 RENTABILIDADE

A árvore de classificação que descreve a interação entre a variável independente IndGov e a variável dependente indicador 5, explicou 95,8% dos dados (Figura 10). Na Figura 10, a divisão da árvore na parte superior separou as empresas com o IndGov 1, 3 e 4 das empresas com o IndGov 5. Do lado direito da árvore as empresas com IndGov 5 formaram um grupo homogêneo, com a média do indicador 5 de -0,11 (Figura 10). Do lado esquerdo da árvore, as empresas 1, 3 e 4 foram um grupo mutuamente exclusivo com a média do indicador 5 de -0,557 (Figura 10).

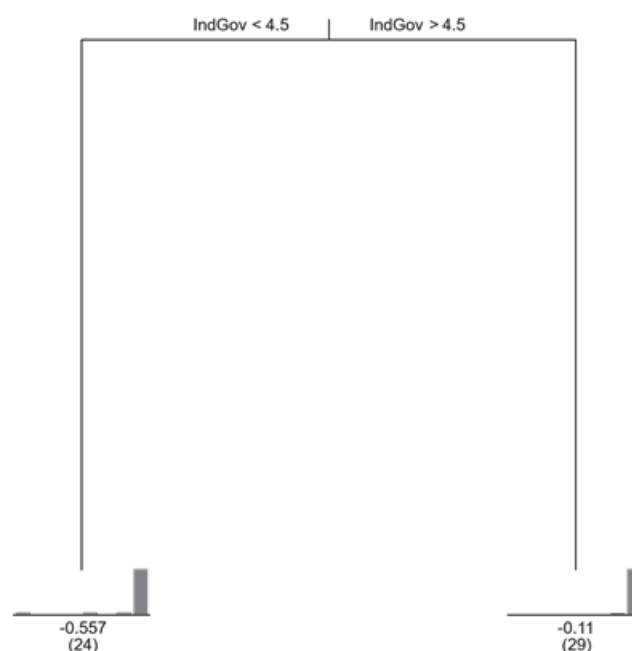


Figura 10. Árvore de classificação e regressão para a variável independente índice de governança (IndGov) com relação a variável dependente indicador 5.

Fonte: O autor (2020)

A análise da Figura 10 demonstra que empresas com o maior índice de governança conseguiram ser rentáveis do que empresas menor índice quando analisada sua capacidade real de geração de caixa sobre a expectativa teórica considerada nas tarifas. Do ponto de vista de governança, existe a tendência de que empresas com ferramentas mais avançadas de controle consigam ser mais eficientes, portanto, mais rentáveis.

4.6 ATIVOS E PASSIVOS SETORIAIS EM CONSTITUIÇÃO

A árvore de classificação que descreve a interação entre a variável independente IndGov e a variável dependente indicador 6, explicou 94,6% dos dados (Figura 11). Na Figura 11, a divisão da árvore na parte superior separou as empresas com o IndGov 1, 3 e 4 das empresas com o IndGov 5. Do lado esquerdo da árvore, as empresas 1, 3 e 4 foram um grupo mutualmente exclusivo com a média do indicador 6 de 0,241 (Figura 11). Do lado direito da árvore as empresas com IndGov 5 formaram um grupo homogêneo, com a média do indicador 6 de 1.26 (Figura 11).

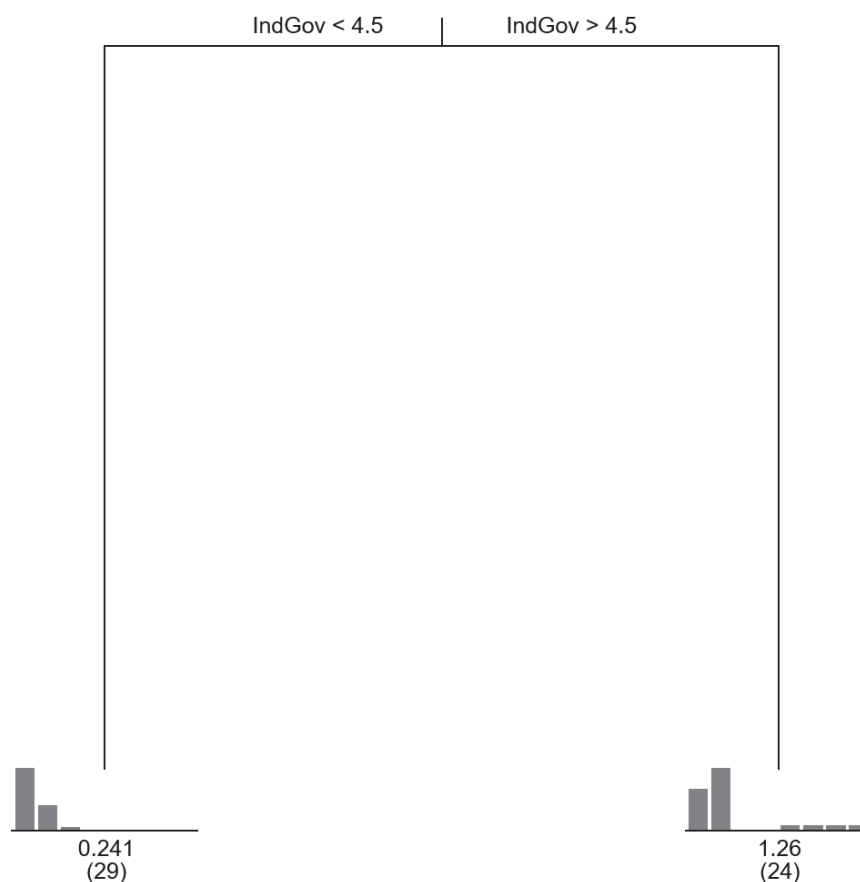


Figura 11. Árvore de classificação e regressão para a variável independente índice de governança (IndGov) com relação à variável dependente indicador 6.
Fonte: O autor (2020)

A análise da Figura 11 indica que empresas com maior nível de governança tem na constituídos mais ativos novos do que empresas com menor nível, se considerada a proporção de ativos novos sobre a geração de caixa. Tal indicador é relevante para a rentabilidade da empresa no longo prazo, pois quanto mais ativos são constituídos de maneira prudente pelas concessionárias, maior será a sua base de remuneração e consequentemente, maior a remuneração de capital que incide sobre a mesma.

A Figura 11, de certa forma, contrapõe o resultado apresentado na Figura 9 de que empresas com menor Nível de Governança Corporativa tem investido em níveis maiores que as empresas com maior nível de governança em relação ao seu investimento mínimo requerido. Dessa forma, é importante colocar que a análise da prudência do CAPEX é feita pela Agência durante os períodos de revisão tarifária, de modo que existe a possibilidade da empresa estar investindo de maneira ineficiente. Isso levará a glosas durante a fiscalização da ANEEL.

4.7 RETORNO AO ACIONISTA

A árvore de classificação que descreve a interação entre a variável independente IndGov e a variável dependente indicador 3, explicou 98,7% dos dados (Figura 12). Na Figura 12, a primeira divisão da árvore na parte superior separou as empresas com o IndGov 5 das empresas com o IndGov 1, 3 e 4, demonstrando que há relação entre o nível de governança e o indicador analisado.

Do lado esquerdo da árvore, as empresas foram separadas em dois grupos mutuamente exclusivos, um grupo com as empresas com IndGov 4 e média do indicador 7 de $-0,166$ e um grupo com empresas com IndGov menor que 1 e 3 e média do indicador 3 de $-0,399$ (Figura 12). No lado direito da árvore, as empresas com IndGov 5 formaram um grupo mutuamente exclusivo com a média do indicador 7 de $0,0253$ (Figura 12).

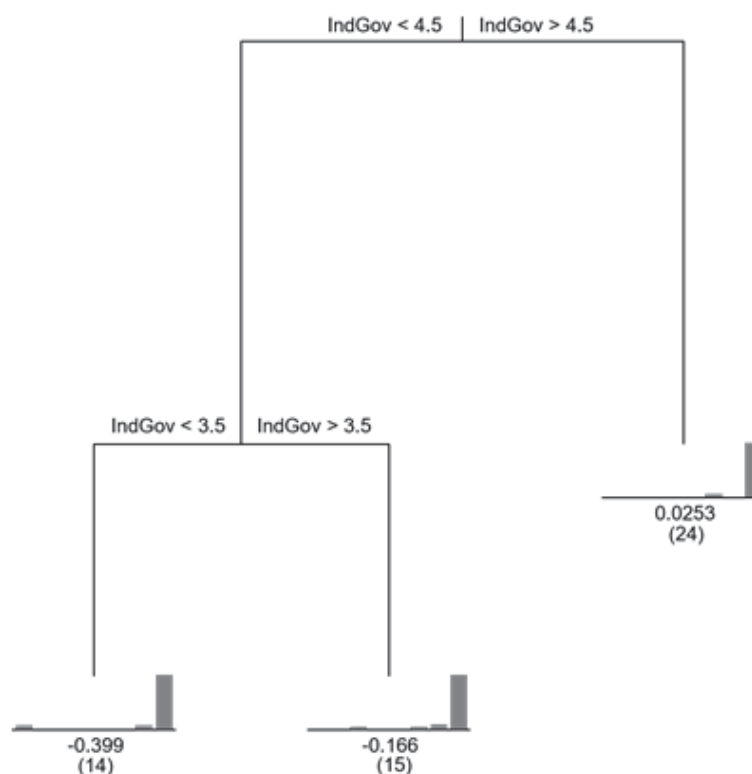


Figura 12. Árvore de classificação e regressão para a variável independente índice de governança (IndGov) com relação à variável dependente indicador 7.
Fonte: O autor (2020)

A análise da Figura 12 demonstra que empresas com maior nível de governança apresentaram maiores retornos aos seus acionistas do que empresas com menor nível, se considerada o fluxo de caixa do acionista sobre o capital próprio aplicado, indicando o que

coloca a teoria, no que tange a baixa custo de capital relacionada ao menor risco de uma companhia com governança eficaz, que devido a isto se faz mais interessante para os investidores.

4.8 ANÁLISE DOS RESULTADOS

No geral, cinco de sete indicadores analisados corroboraram a hipótese de que empresas com um maior nível de governança apresentam melhores indicadores econômico-financeiros, encontrando, assim, base em estudos anteriores similares, que apontam para a existência da relação positiva entre governança e desempenho econômico-financeiro nas organizações do setor elétrico brasileiro (Peixoto et al., 2011; Marcelo & Corrar, 2012)

Esses resultados também estão alinhados com a colocação de Silveira (2010), de que a governança corporativa é uma soma de procedimentos que objetivam fazer com que as deliberações corporativas sejam sempre adotadas com intuito de potencializar a criação de valor de longo prazo para a empresa e retorno de todos os acionistas.

Almeida e Almeida (2009) citaram que um modelo de governança é tido como competente quando associa diferentes mecanismos internos e externos com o propósito de garantir as melhores deliberações de utilidade para os acionistas. Sob essa ótica, a metodologia desenvolvida pela Agência para fins de monitoramento é de utilidade para as deliberações da Regulação e associa mecanismos internos para geração de informações com análises econômicas externas.

Em relação a esses mecanismos de controle, Oliveira e Fontes Filho (2006) e Strom (2000), classificam o monitoramento e emissão de relatórios, como controles *ex post*, usuais no contexto de governança. De fato, essa ferramenta utilizada pela ANEEL para divulgar informações de indicadores econômico-financeiros das empresas reguladas, demonstra competência ao cumprir o papel de transparência e prestação de contas (accountability), fazendo a ligação entre as empresas e os usuários externos da informação.

Carvalho (2016) identificou no seu estudo que as organizações do setor elétrico não cumprem na íntegra as divulgações de informações de desempenho socioambiental e que a ANEEL, como a agência que regula o setor, falha em fiscalizar as concessionárias. Em contrapartida, esse estudo comprovou que as informações econômico-financeira são recebidas e utilizadas para fins de monitoramento de desempenho das concessionárias.

Além disso, segundo Bushman e Smith (2001) e Antunes e Costa (2007), o mecanismo de governança mais elementar é a própria informação contábil. No caso do setor elétrico, a informação contábil regulatória tem o papel de atuar como um elemento de governança que atende ao regulador.

Ressalta-se que a análise de indicadores da ANEEL tem o objetivo geral de analisar se a distribuidora tende a apresentar, no médio prazo, uma situação de dificuldade na gestão da concessão. Na prática, não há ações automáticas com base nos resultados dos indicadores. Porém, a partir dessa informação, a Agência busca aprofundar as análises, identificando se a empresa, de fato, apresenta uma situação de dificuldade e, em caso positivo, se ela essa dificuldade é transitória ou estrutural (ANEEL, 2014).

Dessa forma, análise de indicadores que vão além do endividamento, atuam de maneira complementar, ou seja, análises de eficiência, investimentos, rentabilidade, retorno ao acionista, são realizadas para se obter uma visão mais completa da situação da empresa. De todo modo, sempre existirão análises qualitativas de aspectos não abrangidos pelos indicadores, como por exemplo, o acionista controlador e as perspectivas futuras, uma vez que o futuro pode não reproduzir o passado, de forma que a Agência possa tomar medidas preventivas.

Do ponto de vista de Regulação, cabe à ANEEL cumprir o seu papel de fiscalização, incentivo e planejamento, tendo em vista que o Estado, centro da regulação (Stigler, 1971) a delegou essa função em consonância com o Artigo 174 da Constituição Federal Brasileira (1988). Porém, o trabalho deve ser desenvolvido de modo a não onerar o setor com excesso de regras e obrigações. Segundo Fama e Jensen (1983) não é concebível que se processe supervisão e promoção de incentivos sem que se incida em custos.

Contudo, verifica-se que a motivação listada pela ANEEL na Nota Técnica 391 para a instituição da contabilidade regulatória tem cumprido seu o objetivo de estabelecer normas contábeis regulatórias, que permitam atender à necessidade de divulgação à sociedade de um conjunto de informações que representem adequadamente a situação econômico-financeira das concessionárias e permissionárias de serviço público de energia elétrica em consonância com o arcabouço legal regulatório tarifário (ANEEL, 2009).

5 CONCLUSÃO

O presente estudo cumpriu seu objetivo geral de demonstrar a relação entre a governança corporativa e indicadores econômico-financeiro apurados com base na

contabilidade regulatória aplicados nas concessionárias do serviço público de distribuição de energia elétrica. Foram aprofundadas as análises por meio da interpretação dessas relações, bem como do entendimento das causas que levaram aos resultados demonstrados. Além disso, foi possível observar que a média do indicador do Nível de Governança Corporativa para as empresas do estudo foi de 4, o que demonstra um alto nível geral de governança da amostra analisada.

Em relação aos objetivos específicos, o referencial teórico apresenta os detalhes dos padrões definidos pela contabilidade regulatória aplicada nas concessionárias de distribuição de energia elétrica e seus impactos na análise dos indicadores econômico-financeiro, expondo a contabilidade regulatória desde a necessidade inicial que lhe deu origem, até o patamar atual de desenvolvimento dessas regras e princípios detalhados, principalmente, no Manual de Contabilidade do Setor Elétrico.

Por meio dos procedimentos metodológicos desenvolvidos, foi possível identificar o Nível de Governança Corporativa das empresas analisadas e calcular os indicadores econômico-financeiros, representando a situação financeira das empresas analisadas.

Em relação aos resultados, foi evidenciado que há relação entre o Nível de Governança Corporativa das empresas analisadas e os indicadores propostos. Essa evidência é clara por meio da verificação de que é possível a criação de grupos homogêneos em CARTs com poucas folhas e uma variabilidade explicada em índices altos. Para os indicadores de endividamento e de eficiência, as empresas com maior Nível de Governança Corporativa demonstraram uma situação pior em relação às empresas com menor nível. Já para os demais indicadores, as empresas com melhor Governança Corporativa destacaram-se sobre as demais.

Dessa forma, a hipótese principal deste estudo, de que há uma relação entre um maior Nível de Governança Corporativa em informações regulatórias e indicadores positivos de equilíbrio econômico-financeiro se confirmou para cinco dos sete indicadores analisados.

Tal resultado pode ter sido impactado pela delimitação temporal dos dados analisados do ano de 2018. Apesar do setor elétrico ser considerado pelo mercado como altamente previsível, pouco volátil e fortemente regulado, as variações sazonais nos resultados das empresas podem não ter sido capturadas.

Ademais, durante a construção teórica, foram evidenciados os princípios de governança corporativa. Destaca-se que todo o processo de criação de mecanismos também deve ser alvo de atuação fiscalizatória do Órgão Regulador.

A origem da contabilidade regulatória demonstra que a regulação do setor de distribuição de energia elétrica tem se desenvolvido e criado diversos mecanismos para redução da assimetria de informação entre regulador e regulado, de modo que tem sido visto como um *benchmarking* para outros setores, fazendo com que os avanços teóricos contribuam de maneira significativa para o aprimoramento da regulação em nível nacional.

Assim, além da oportunidade de replicar este estudo inserindo informações anuais atualizadas, existe a possibilidade de investigar cada um dos resultados das relações encontradas para os indicadores, aprofundando os motivos dos resultados apresentados neste estudo.

Coloca-se também, a oportunidade de estudos semelhantes para outros setores, considerando que a presente pesquisa destacou limitações aprofundamento no ponto 1.4 na contextualização, como a comparação de exigências regulatórios entre as empresas do setor elétrico e empresas de segmentos com características semelhantes, como por exemplo o setor de saneamento básico ou gás canalizado, relacionando a indicadores econômico-financeiros e de Governança Corporativa também para esses setores.

REFERÊNCIAS

- Agência Nacional de Energia Elétrica - ANEEL. (2015). *Manual de Contabilidade do Setor Elétrico (MCSE). Instituído pela Resolução ANEEL nº 605, de 11 de março de 2014.* Recuperado em 15 de junho, 2017, de http://www2.aneel.gov.br/arquivos/PDF/MCSE_-_Versao_2015.pdf.
- Agência Nacional de Energia Elétrica - ANEEL. (2015) *Manual de Controle Patrimonial do Setor Elétrico (MCPSE).* Recuperado em 15 de junho, 2017, de <http://www.aneel.gov.br/documents/656815/14887121/MANUAL+DE+CONTROLE+PATRIMONIAL+DO+SETOR+EL%C3%89TRICO+-+MCPSE/3308b7e2-649e-4cf3-8fff-3e78ddeba98b>.
- Alchian, A. & Demsetz, H. (1972). Production, information costs and economic organization. *The American Economic Review*, 62(5), 777-795.
- Almeida, J. E. F. & Almeida, J. C. (2009). Auditoria e earnings management. estudo empírico nas empresas abertas auditadas pelas Big Four e Non Big Four. *Revista Contabilidade e Finanças*, 20(50), 52-74.
- Andrade, A. & Rossetti, J. P. (2014). *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências.* São Paulo: Atlas.
- Antunes, A. G., Teixeira, A. J. C., Costa, F. M da. & Nossa, V. (2010). Efeitos da adesão aos níveis de governança da bolsa de valores de são paulo na qualidade da informação contábil. *ASAA - Advances in Scientific and Applied Accounting*, (3)1, 109-138.
- Associação Brasileira dos Distribuidores de Energia Elétrica - ABRADEE. Recuperado em 15 de junho, 2017, de www.abradee.com.br.
- Barbedo, C. H., Silva, E. C. & Leal, R. P. C. (2009). Probabilidade de informação privilegiada no mercado de ações, liquidez intra-diária e níveis de governança corporativa. *Revista Brasileira de Economia*, 63(1), 51-62.
- Bernardino, F. F. M., Peixoto, F. M. & Ferreira, R. N. (2015). Governança e eficiência em empresas do setor elétrico brasileiro. *PRETEXTO*, (16)1, 36-51.
- Bertrand, M., Kramarz, F., Schoar, A. & Thesmar, D. (2007). Politicians, firms and the political business cycle: Evidence from France. Unpublished working paper. *University of Chicago*.
- Beuselinck, C., Cao, L., Deloof, M. & Xia, X. (2017). The value of government ownership during the global financial crisis. *Journal of corporate Finance*, 42, 481-493.
- Black, B. S., Jang, H. & Kim, W. (2002). Does Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence from Korea. Working Paper, *Stanford Law School*.
- Boubakri, N., El Ghouli, S., Guedhami, O. & Megginson, W. L. (2018). The market value of government ownership. *Journal of corporate Finance*, 50, 44-65.
- Buckland, R. & Fraser, P. (2001). Political and Regulatory Risk: Beta Sensitivity in U.K. Electricity Distribution. *Journal of Regulatory Economics*. 19(1), 5-25.

- Bushman, R. M. & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32, pp. 237-333.
- Carson, L. & Prado, M. M. (2016). Brazilian anti-corruption legislation and its enforcement: potential lessons for institutional design. *Journal of Self-Governance and Management Economics*, 4(1), 34-71.
- Carvalho, L. C. A de. (2016). *O segmento importa? Estudo comparativo do atendimento aos padrões de relato da global report initiative pelos relatórios de desempenho socioambiental das concessionárias de energia elétrica brasileiras*. (Dissertação de Mestrado). Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, Universidade Federal do Paraná, PR, Brasil.
- Chhaochharia, V. & Laeven, L. (2009). Corporate governance norms and practices. *Journal of Financial Intermediation*, 18(3), 405-431.
- Comissão de Valores Mobiliários – CVM. (2002). *Recomendações da CVM sobre governança corporativa*. Rio de Janeiro: CVM. Recuperado em 14 maio de 2020, de <http://www.ecgi.org/codes/documents/cartilha.pdf>.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. *Interpretação técnica ICPC 01 – Contratos de Concessão*. 2009.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. *Orientação OCPC 05 – Contratos de Concessão*. 2010.
- Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (1988)*. Constituição da República Federativa do Brasil. Recuperado em 17 de setembro, 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.
- Correa, P., Melo, M., Mueller, B. & Pereira, C. (2008). Regulatory governance in Brazilian infrastructure industries. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 48(2), 202-216.
- Correa, A., Taffarel, M., Ribeiro, F. & Menon, G. (2016). Análise de Eficiência: Uma Comparação das Empresas Estatais e Privadas do Setor de Energia Elétrica Brasileiro. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*. 15(46), 09-23.
- Correia, L. F., Amaral, H. F. & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 45-63.
- Cuervo-Cazurra, A. & Dau, L. A. (2009). Promarket reforms and firm profitability in developing countries. *The Academy of Management Journal*, v. 52, pp. 1348-1368.
- Cuervo-Cazurra, A. & Villalonga, B. (2000). Explaining the variance in the performance effects of privatization. *Academy of Management Review*, v. 25, pp.581-590.
- Damodaran, A. (2007). *Avaliação de Empresas*. (2ª Edição). São Paulo: Editora Pearson Prentice Hall.
- Darosi, G. C. M. (2014). Governança corporativa e desempenho financeiro nas sociedades de energia elétrica brasileira. *Caderno Profissional de Administração – UNIMEP*, (4)2.
- Decreto n. 2.335, de 6 de outubro de 1997*. Constitui a Agência Nacional de Energia Elétrica - ANEEL, autarquia sob regime especial, aprova sua Estrutura Regimental e o Quadro

- Demonstrativo dos Cargos em Comissão e Funções de Confiança e dá outras providências. Diário Oficial da União, Poder Executivo. Brasília, DF, 6 out. 1997, Seção 1, p. 1.
- Decreto n. 28.545, de 24 de agosto de 1950.* Estabelece a Classificação de Contas para Empresas de Energia Elétrica. Diário Oficial da União, Poder Executivo. Brasília, DF, 24 ago. 1950, p. 1.
- Dharwadkar, R., George, G. & Brandes, P. (2000) *Privatization in emerging economies: An agency theory perspective*. Academy of Management Review, vol. 25, pp. 650-669.
- Di Pietro, M.S.Z (2003) Limites da função reguladora das agências diante do princípio da legalidade. *Direito regulatório: temas polêmicos*. 2. ed. rev. ampl. Belo Horizonte: Fórum, 2003, pp. 659.
- Diógenes, P. L. (2010). *Governança Corporativa no Contexto Brasileiro*. 2010. 46 p. (Monografia de bacharelado em Ciência Contábeis) – Faculdade Lourenço Filho. Fortaleza, CE, Brasil.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Fadul, E. M. C. (1997). Redefinição de Espaços e Papéis na Gestão de Serviços Públicos: Fronteiras e funções da regulação social. *Revista de Administração Contemporânea*, 1(1), 55-70.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-325.
- Fan, J. H., Wong, T. J. & Zhang, T. (2007). Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPI performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics*, v. 84, n. 5, pp. 330-357.
- Farias, D. M. C. (2016). *Ranking LMDM de Eficiência Financeira e Potencial Regulatório (ano-base 2015)*. Recuperado em 16 de agosto, 2017, de <http://www.lmdm.com.br/wp-content/uploads/2016/05/estudo-DIS-2016.pdf>
- Frentrop, P. (2002). *A history of corporate governance: 1602-2002*. Amsterdam: Deminor.
- Gallon, A. V.; Beuren, I. M. Análise da relação entre evidenciação nos relatórios da administração e o nível de governança nas empresas na BOVESPA. ENANPAD, XXXI. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.
- Giambini, F. & Além, A. C. (2000). *Finanças públicas: teoria e prática no Brasil*. (2ª ed). Rio de Janeiro: Campus.
- Gil, A. C. (2002). *Como Elaborar Projetos de Pesquisa*. (4ª ed). São Paulo: Atlas.
- Gomes, J. P. P. & Vieira, M. M. F. (2009). O campo da energia elétrica no Brasil de 1880 a 2002. *RAP Revista de Administração Pública*, Rio de Janeiro: pp. 295-321, mar./abr.

- Guidini, A. A. & Kroenke, A. (2017). Relação dos programas de recompensas sobre do desempenho econômico nas empresas do setor elétrico brasileiro. *CONTABILOMETRIA*, 4(2), 84-97.
- Gul, F. A. (2006). Auditors' response to political connections and cronyism in Malaysia. *Journal of Accounting Research*, 44(5), 931-963.
- Hirsch, J. (1998). *Globalização e mudança social: o conceito da teoria materialista do Estado e a Teoria da Regulação*. Ensaios FEE, Porto Alegre, 19(1), 9-31.
- Hoskisson, R. E., Eden, L., Lau, C. M. & Wright, M. (2000). Strategy in emerging economies. *Academy of management journal*, 43(3), 249-267.
- IBRACON. Norma e Procedimento de Contabilidade – NPC 27. Demonstrações Contábeis. Item 7. p. 7.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. São Paulo: IBGC.
- Iudícibus, S. (2010). *Manual de Contabilidade Societária*. São Paulo: Atlas.
- Iudícibus, S. Marion, J.C. (2001) *Dicionário de Termos de Contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Iyengar, R. J. & Land, J. & Zampelli, E. M. Does board governance improve the quality of accounting earnings. *Accounting Research Journal*, v. 23, n. 1, p. 49-68, 2010.
- Jeammaud, A. (1998). *Des concepts en jeu*. In: CLAM, J.; MARTIN, G. (Org.). *Les transformations de la régulation juridique*. Paris: Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence. 162-173.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Justen Filho, M. (2003). *Teoria Geral das Concessões de Serviço Público*. São Paulo: Dialética, pp. 117.
- Khanna, T. & Palepu, K. (1997). Why focused strategies may be wrong for emerging markets. *Harvard Business Review*, 75(4), 41-51.
- Krugman, P., & Wells, R. (2007). *Macroeconomía: Introducción a la economía; Versión española traducida por Gotzone Pérez Apilanez; revisada por José Ramón de Espínola*. Barcelona: Reverté.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-518.
- Lazzarini, S. G. & Musacchio, A. (2010). Leviathan as a minority shareholder: A study of equity purchases by the Brazilian National Development Bank (BNDES), 1995-2003. *SSRN Electronic Journal*, p. 1995-2003.
- Lei n. 8.987, de 13 de fevereiro de 1995. Dispõe sobre o regime de concessão e permissão da prestação de serviços públicos previsto no art. 175 da Constituição Federal, e dá outras providências. Diário Oficial da União, Poder Executivo. Brasília, DF, 14 fev. 1995, Seção 1, p. 1917. Recuperado em: 15/02/2020.

- Lei n. 9.427, de 26 de dezembro de 1996.* Dispõe sobre a Instituição da Agência Nacional de Energia Elétrica - ANEEL, disciplina o regime das concessões de serviços públicos de energia elétrica e dá outras providências. Diário Oficial da União, Poder Executivo. Brasília, DF, 26 dez. 1996, Seção 1, p. 8. Recuperado em: 15/02/2020.
- Lei n. 10.848, de 15 de março de 2004.* Dispõe sobre a comercialização de energia elétrica, e dá outras providências. Diário Oficial da União, Poder Executivo. Brasília, DF, 16 mar. 2004, Seção 1, p. 2. Recuperado em: 07/07/2019.
- Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007.* Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Diário Oficial da União, Poder Executivo. Brasília, DF, 28 dez. 2007, Seção 1, p. 3. Recuperado em: 15/04/2020.
- Lei n. 12.783, de 11 de janeiro de 2013.* Dispõe sobre as concessões de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica, sobre a redução dos encargos setoriais e sobre a modicidade tarifária e dá outras providências. Diário Oficial da União, Poder Executivo. Brasília, DF, 14 jan. 2013, Seção 1, p. 1.
- Lopes, A. B. (2002). *A Informação Contábil e o Mercado de Capitais*. (1ª ed). São Paulo: Pioneira Thomson Learning.
- Losekann, L. D. (2003). *Reestruturação do setor elétrico brasileiro: coordenação e concorrência* (Tese de Doutorado). Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Macedo, M. A. S. & Corrar, L. J. (2012). Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa no Brasil. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, 4(1), 42-61.
- Marconi, M. A. & Lakatos, E. M. (2003). *Fundamentos de metodologia científica*. (5ª ed.) São Paulo: Atlas.
- Marques, F. F. (2009). *A prestação privada de serviços públicos no Brasil* (Dissertação de Mestrado). Universidade de São Paulo - USP, São Paulo, SP, Brasil.
- Matias-Pereira, J. (2010). A governança corporativa aplicada no setor público brasileiro. *Administração Pública e Gestão Social*, 2(1), 109-134.
- Mengistae, T. & Xu, L. C. (2004). Agency theory and compensation of CEOs of Chinese state enterprises. *Journal of Labor Economics*, v. 22, pp. 615-637.
- Miller, D. & Sardais, C. (2011). Angel agents: agency theory reconsidered. *The Academy of Management Perspectives*, 25(2), 6-13.
- Morch, R. B. (2008). A demonstração do valor adicionado como instrumento de análise do impacto tributário para as empresas do setor elétrico. *Revista de Informação Contábil*, 2(4), 1-16.

- Morck, R. K. (2005). *A history of corporate governance around the world*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Morck, R., Wolfenzon, D. & Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, v. 63, pp. 655-720.
- Musacchio, A. & Lazzarini, S. G. (2015). *Reinventando o capitalismo de Estado: o Leviatã nos negócios: Brasil e outros países*. São Paulo: Portfolio-Penguin.
- Neto, A. A. (2010). *Finanças Corporativas e Valor*. (5ª Edição). São Paulo: Editora Atlas.
- Neto, A. S., Lopes A. B. & Loss, L. (2002). O impacto da regulamentação sobre a relação entre lucro e retorno das ações das empresas dos setores elétrico e financeiro no Brasil. *XVI ENANPAD, 26º, Anais*. Salvador: ANPAD.
- Niu, J. (2006). Product Market Competition and Corporate Governance in China: Complementary or Substitute?. *IFSAM VIIIth World Congress*. Available at www.ctw-congress.de/ifsam/download/track_1/pap00266_001.pdf, pp. 1–15, accessed 1 February 2007.
- North, D. C. (1990). *Institutions, institutional change, and economic performance*. Cambridge University Press, New York.
- Nota Técnica nº 391, de 24 de setembro de 2009*. Dispõe sobre as concessões de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica, sobre a redução dos encargos setoriais e sobre a modicidade tarifária e dá outras providências. Diário Oficial da União, Poder Executivo. Brasília, DF, 24 set. 2009, Seção 1, p. 1.
- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE. (2018). *Relatórios econômicos OCDE Brasil*. Recuperado em DATA de <http://www.oecd.org/economy/brazil-economic-snapshot/>.
- Ohara, E. H. (2014). *Finanças do Setor Elétrico: Demonstrações Societárias vs Regulatórias. Dissertação. AVM Faculdade Integrada*. Disponível em: www.aneel.gov.br/biblioteca/trabalhos/Monografia_Pos_Graduacao_Eduardo_Ohara.
- Fontes Filho, J. R., Oliveira, M. J. (2006). Governança Cooperativa : Participação e Representatividade em Cooperativas de Crédito no Brasil. *Revista de Contabilidade e Organizações*. vol. 2, núm. 4, setembro-dezembro, pp. 107-125 Universidade de São Paulo São Paulo, Brasil
- Peixoto, F. M., Amaral, H. F., Correia, L. F. & Neves, J. C. C. (2014). Governança corporativa e crises: mecanismos importantes durante ciclos econômicos distintos. *Revista de Ciências de Administração*, (16)39, 119-133.
- Peltzman, S. (1989). *The economic theory of regulation after a decade of deregulation*. Brooking Papers on Economic Activity 1989: Microeconomics. Washington, DC: The Brooking Institution Press.
- Peltzman, S. (1976). Towards a more general theory of regulation. *Journal of Law and Economics*, 19(2), 211-40.

- Peng, M. W., Wang, D. Y. L. & Jiang, Y. (2008). An institution based view of international business strategy: a focus on emerging economies. *Journal of International Business Studies*, v. 39, pp. 920-936.
- Rossoni, L. & Machado-da-Silva, C. L. (2010). Institucionalismo organizacional e práticas de governança corporativa. *Revista de Administração Contemporânea*, 14, 173-198.
- Santos, A. (2003). *Demonstração do Valor Adicionado: - Como elaborar e analisar a DVA*. São Paulo: Atlas.
- Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), pp. 737-783.
- Silva, C. L. & Saes, M. S. M. (2007). Governance structure and transaction cost: relationship between strategy and asset specificity. *Nova Economia*, 17(3), 443-468.
- Silva, E. C. (2012). *Governança corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores*. São Paulo: Atlas.
- Silva, J. M. & Rodrigues, A. I. (2006). *LALUR – Guia Prático de Escrituração do Livro de Apuração do Lucro Real*. (4ª Ed). São Paulo, Cenofisco.
- Silveira, A. D., Barros, L. A. B. C. & Fama R. (2008). Atributos Corporativos e Concentração Acionária no Brasil. *Revista de Administração Eletrônica RAE*.
- Silveira, A. D. M. (2010). *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Steinberg, H. (2003). *A dimensão humana da governança corporativa*. 2. ed. São Paulo: Gente.
- Stigler, G. J. (1971). The theory of economic regulation. *Bell Journal of Economics and Management Science*, v. 2, n. 1, pp. 1-21.
- Strom, K. (2000), Coalition Governance in Western Europe: An Introduction. *W. C. Müller e K. Strom (orgs.), Coalition Governments in Western Europe*. Oxford, Oxford University Press, pp. 1-31.
- Taffarel, M. (2013). Risco Regulatório e Reação de Mercado: Análise do Setor de Energia Elétrica Brasileiro. *Revista Universo Contábil*, 9(1), 121-134.
- Tuma, R. W. (2005). *Sobre o monopólio natural e o modelo competitivo no setor elétrico brasileiro*. Recuperado em 20 de setembro, 2017, de <http://www.provedor.nuca.ie.ufrj.br/eletrobras/artigos/tuma2.htm>
- Tannuri-Pianto, M. E., Sousa, M. da C. S. & Arcoverde, F. D. (2009). Fronteiras de eficiência estocásticas para as empresas de distribuição de energia elétrica no Brasil: uma análise de dados de painel. *Estud. Econ.* 39(1), 221-247.
- Viscusi, W. K., Vernon, J. M. & Harrington Jr., J. E. (2000). *Economics of regulation and antitrust*. 3. ed. Cambridge: The MIT Press.

- Moreira, V. (1997). Auto-Regulação Profissional e Administração Pública. *Universidade de Coimbra*. Almedina.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D. & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: a review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196-220.